



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II  
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

## **Le distorsioni strutturali dei Cds e il rischio di controparte. Ripercussioni sulla stabilità dei mercati e spunti per una revisione della normativa**

*di Luigi Scipione*

*Dottore e Assegnista di ricerca in Diritto dell'economia*

*Dipartimento di Giurisprudenza*

*Università degli Studi di Napoli "Federico II"*

*<<E vidi una bestia, che saliva dal mare e che aveva dieci corna e sette teste, sulle corna dieci diademi e su ciascuna testa un titolo blasfemo... e poi una seconda bestia che saliva dalla terra... e poi il marchio che le due bestie imposero, affinché nessuno potesse vendere o comprare se non fosse marchiato con il numero della bestia sulla mano destra o sulla fronte>>*

Giovanni, Apocalisse: 13

### **ABSTRACT**

*The 2008 financial crisis has brought out clearly the importance that the counterparty risk can take inside of derivatives over-the-counter (OTC).*

*Since then, regulators have focused their efforts to develop a new regulatory framework, capable of limiting the risks associated with these instruments and to enhance the soundness and stability of the financial system.*

*In this paper, after describing the operation of CDS and having made an attempt to framing of this tool in our legal system, we will examine the close link between the sovereign bond market and that of CDSs, as revealed in the recent Eurozone crisis.*

*The purpose of this article is to understand the extent to which the new regulatory measures, such as the Dodd-Frank Act in the US and EMIR in Europe, contributed to the reduction of the fluctuations, strengthened the theoretical relationship between premiums of CDSs and spreads of the underlying securities, mitigated counterparty risk.*

### **SINTESI**

*La crisi finanziaria del 2008 ha fatto emergere con chiarezza l'importanza che il rischio di controparte può assumere all'interno dei contratti derivati over-the-counter (OTC).*

*Da allora gli enti regolatori hanno concentrato i propri sforzi per sviluppare un nuovo quadro normativo, in grado di limitare i rischi connessi con questi strumenti e di accrescere la solidità e la stabilità del sistema finanziario.*

*Nel presente lavoro, dopo aver descritto l'operazione di CDS ed aver compiuto un tentativo di inquadramento di questo strumento nel nostro ordinamento giuridico, si passerà ad esaminare lo stretto legame tra il mercato delle obbligazioni sovrane e*

quello dei CDSs, come emerso nella recente crisi dell'Eurozona.

Scopo dell'articolo è quello di capire fino a che punto i nuovi interventi regolamentari, come il Dodd-Frank Act negli USA e l'EMIR in Europa, abbiano contribuito alla riduzione delle fluttuazioni, rafforzato il rapporto teorico tra i premi dei CDSs e lo spread dei titoli sottostanti, mitigato il rischio di controparte.

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Caratteristiche e funzionamento del contratto di *Credit default swap* – 2.1. (Segue): la struttura contrattuale – 2.2. (Segue): la standardizzazione contrattuale dei CDSs: l'ISDA *Master Agreement* – 2.3. (Segue): significato di *credit event* – 2.4. (Segue): estinzione anticipata (c.d. "early termination") – 2.5. (Segue): Le nuove 2014 *Credit Derivatives Definitions*. – 3. Disciplina del contratto di CDS nell'ordinamento italiano – 4. Vendite allo scoperto e *naked sovereign credit default swap*: "armi a doppio taglio" – 5. La valenza "segnaletica" dei CDSs – 6. I CDSs come acceleratori di instabilità finanziaria – 7. Sostenibilità del debito sovrano nell'Eurozona e titoli derivati – 8. Il nuovo quadro normativo di riferimento. – 9. L'istituzione delle *Central Clearing Parties* per la "normalizzazione" del mercato dei CDSs. Profili generali – 9.1. Il modello USA – 9.2. Il modello paneuropeo – 10. Il sistema di *clearing* per mitigare il rischio di controparte. – 11. La dimensione sistemica delle CCPs – 12. Verso un'armonizzazione delle regolamentazioni USA e UE. Alcuni spunti critici – 13. Conclusioni

## 1. Premessa

Prima del manifestarsi della crisi finanziaria del 2008, i CDSs (acronimo di *credit default swap*)<sup>1</sup> erano un prodotto esoterico, ammantato di mistero, noto solo a un ristretto numero di investitori esperti e studiosi specializzati. Utilizzati originariamente come componenti elementari di prodotti strutturati complessi, questi strumenti sono diventati sempre più versatili e adottati per assolvere diverse finalità, quali il trasferimento del rischio creditizio, la remunerazione delle

<sup>1</sup> Cfr., *ex multis*, S. Mahadevan, A. Musfeldt, P. Naraparaju e V. Patkar, *Credit derivatives insights: Handbook of Credit Derivatives and Structured Credit Strategies*. Morgan Stanley (sixth edition), 2012, *passim*. I CDSs rappresentano la forma *plain vanilla*, ovvero più standardizzata, dei derivati su crediti ed anche quella più diffusa sul mercato; essi inoltre costituiscono l'ingrediente normalmente impiegato nei prodotti strutturati su crediti, dalle *credit-linked notes* (CLN), ai *credit default options* (CDO) sintetici. Per sfatare una prima leggenda, è utile sottolineare che lo strumento in questione è sì nuovo ma non recentissimo: la sua origine risale, infatti, all'inizio degli anni Novanta, mentre la sua forma definitiva si ha nel 1997, con il primo CDS dell'era moderna che vide protagoniste Jp Morgan e la *European Bank for Reconstruction and Development* come controparti.

linee di credito sino all'*hedging* dei prodotti correlati. Oggi sono sinonimo di speculazione incontrollata, avidità sfrenata e in ultima analisi di instabilità di sistema<sup>2</sup>.

Le riflessioni che verranno sviluppate nel presente lavoro affondano le proprie radici nella storia recente. Numerosi studi sull'argomento hanno posto in risalto come l'opacità dei meccanismi di distribuzione del rischio creditizio abbia rappresentato una delle cause della crisi finanziaria in atto. I CDSs sono stati imputati come corresponsabili sia del crollo dell'*American International Group* (AIG) nel 2008<sup>3</sup>, sia della crisi del debito sovrano greco<sup>4</sup>.

Agli albori della crisi dei *mutui sub-prime* il volume dei titoli assicurati è cresciuto in maniera esponenziale. Le società hanno utilizzato i CDSs, piuttosto

<sup>2</sup> Cfr. F. Farabullini, *Aspetti quantitativi del mercato dei credit default swaps*, in *Bancaria*, 2009, 4.

<sup>3</sup> Il caso dell'AIG è particolare in quanto la crisi non fu determinata dal *default* di altre istituzioni, che avrebbe comportato il pagamento delle protezioni vendute, ma dal solo fatto di averle vendute. Secondo l'analisi svolta dalla Commissione Europea, *Communication from the Commission, Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Bruxelles, 3 July 2009, COM (2009) 332, *Bear Sterns, Lehman Brothers* e AIG avevano posizioni rilevanti nel mercato dei derivati e, seppure la loro insolvenza sia stata originata da eventi estranei al mercato dei derivati, i CDSs ed i derivati conclusi da questi tre operatori hanno svolto un ruolo determinante nel diffondere la crisi finanziaria all'economia globale. Sulle implicazioni sistemiche del caso AIG cfr., tra gli altri, S. McNamara, *Financial Markets Uncertainty and the Rawlsian Argument for Central Counterparty Clearing of OTC Derivatives*, in *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, vol. 28, issue 1, 224 ss.; M.J. Roe, *The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 *Stanford Law Review*, 2011, 539 ss.; Id., *Clearinghouse Overconfidence*, in *Cal. L. Rev.*, 6, 2013, 101, 1649 ss, disponibile all'indirizzo web <http://scholarship.law.berkeley.edu/californialawreview/vol101/iss6/3>; T. Ferguson e R. Johnson, *The God that Failed: Free Market Fundamentalism and the Lehman Bankruptcy*, in 7 *Economists' Voice* 2010, 1, 5; J.H. Cochrane e L. Zingales, *Lehman and the Financial Crisis*, in *Wall Street Journal*, September 15, 2009, at A21; B.M. Friedman, *Two Roads to Our Financial Catastrophe*, in *N.Y. Rev. Books*, April 29, 2010, 27; Congressional Oversight Panel, *The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy*, June 10, 2010, reperibile all'indirizzo [www.cop.senate.gov](http://www.cop.senate.gov).

<sup>4</sup> Cfr. R.A. Jarrow, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, in *Annual Review of Financial Economics*, 3, 2011, 235 ss.; Borsa Italiana S.p.A, *La Crisi Finanziaria della Grecia*, 5 febbraio 2010; Banca Centrale europea, *Bollettino mensile*, Frankfurt am Main, 11 febbraio 2010, 31; F. Capriglione, *Eurosclosi e globalizzazione: (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*, in *Riv. trim. dir. eco.*, 2011, 1, 17 ss., 26 ss., 32 ss., 38. Per ulteriori spunti di analisi cfr. anche A. Nigro, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009, 1, 13 ss.; nonché le riflessioni contenute in Aa.Vv., *The Great Financial Crisis*, a cura di R. Masera, Roma, 2009.

che per ridurre i propri rischi, per aumentare la propria esposizione; i *protection sellers* hanno continuato a vendere protezioni, non curandosi della rischiosità delle posizioni che stavano assumendo, forti del giudizio loro attribuito dalle agenzie di *rating*. Quando la crisi è implosa, come virus silenti i CDSs si sono attivati facendo rimbalzare le perdite da un istituto all'altro lungo la fitta ragnatela di interrelazioni in cui ogni perdita ne genera un'altra<sup>5</sup>.

La diffusione incontrollata dei CDSs sui mercati finanziari mondiali è da ascrivere, in particolare, a due fattori: alla loro libera negoziabilità al di fuori dei mercati regolamentati (*over the counter*) e, in secondo luogo, alla possibilità per gli speculatori di operare anche “allo scoperto”, cioè di negoziare i CDSs e scommettere sul fallimento di un emittente pur non possedendo direttamente i *bond* di quest'ultimo (in questo caso, nel gergo finanziario, si parla di cosiddetti “*naked CDSs*” cioè di titoli finanziari “nudi”).

Nel presente lavoro, dopo aver descritto l'operazione di CDS ed aver compiuto un tentativo di inquadramento di questo strumento nel nostro ordinamento giuridico, si passerà ad illustrare, alla luce dei legami tra il mercato delle obbligazioni sovrane e quello dei CDSs, l'annosa *querelle* tra chi propone un'eliminazione dei *naked CDSs* e chi, invece, ne sostiene l'importanza e l'indispensabilità per il funzionamento dei mercati, cercando di trarne utili spunti di analisi.

Quindi, sulla base degli elementi acquisiti, si procederà ad analizzare il ruolo “destabilizzante” che tali strumenti hanno ricoperto nelle “tempeste” finanziarie abbattutesi tra il 2010 e il 2012 sul debito sovrano di Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> In pratica, la “febbre” dei CDSs si trasmette ai *bond* (sottostante) e, con il conseguente aumento dei tassi, abbassa le stime sulle azioni degli istituti bancari che ne sono in possesso, ripercuotendosi di conseguenza anche sui mercati finanziari.

<sup>6</sup> Cfr. H. Alex Yihou, S. Chung-Hua e C. Chih-Chun, *The Impact of Major Events from the Recent Financial Crisis on Credit Default Swaps*, in *Journal of Fixed Income*, 2012, Vol. 21 Issue 3, 31 ss.; E.

Gli insegnamenti della crisi e le sfide che pone il contesto impongono una duplice riflessione: la prima sull'efficacia di quanto si è fatto fino ad ora in tema di trasparenza per garantire maggiori tutele; la seconda se non sia necessario, per rimediare al problema della tempistica e del coordinamento degli interventi, ripensare gli approcci di vigilanza in chiave globale al fine di garantire, attraverso l'armonizzazione delle regolamentazioni in materia, maggiore flessibilità ed adattabilità all'evoluzione del contesto. Vengono, a tal fine, richiamate alcune delle posizioni più stimolanti emerse nel dibattito in corso.

Un'analisi sulla efficacia degli interventi di regolamentazione intrapresi sulle due sponde dell'Atlantico, cui si farà riferimento, non può prescindere da una conoscenza dei meccanismi che sono alla base di un CDS. Si è deciso, pertanto, di dare al presente lavoro un taglio prevalentemente operativo, mettendo in evidenza gli ambiti di applicazione del *credit default swap* e le tecniche di gestione a scopi di copertura, arbitraggio e speculazione. Il tecnicismo, a cui si sarà costretti a ricorrere, potrà dare i suoi benefici nell'aiutare a meglio comprendere una concreta applicazione, prima fisiologica, poi patologica, del derivato creditizio.

## 2. Caratteristiche e funzionamento del contratto di *credit default swap*

I derivati di credito (*credit derivatives*), di cui i CDSs configurano una delle fattispecie più significative, hanno mutato in profondità i mercati creditizi, soprattutto negli ultimi anni. Una domanda naturale, di conseguenza, riguarda la direzione futura della loro evoluzione. Concepiti inizialmente come un formidabile veicolo di redistribuzione dei rischi, oggi costituiscono uno strumento altrettanto formidabile di propagazione di quegli stessi rischi, e possono per tale motivo determinare effetti sistemici su vasta scala, <<finendo

---

Barcellona, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <<definizione>>*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 544 ss.

per avvelenare i pozzi dell'economia reale>><sup>7</sup>.

Il CDS è un contratto derivato la cui funzione primigenia è quella di trasferire l'esposizione creditizia verso un determinato soggetto, una società o uno Stato (*reference entity*), relativamente ad un determinato valore nominale di riferimento, con la particolarità di non intaccare la relazione debitore-creditore sottostante.

In questa accezione originaria il *credit default swap* viene largamente utilizzato per la strutturazione di portafogli di credito, attraverso la creazione di *credit linked notes* (CLN) e *collateralized debt obligations* (CDO). Il CDS ha inoltre ispirato molte strutture ibride dal funzionamento simile, quali gli *equity default swap* (EDS) e altri prodotti che consentono lo scambio di debito contro capitale<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Così R. Tarolli, *Il fallimento del mercato e i suoi antidoti: la proposta di Regolamento CE ed i sistemi di controparte centrale*, in *Riv. dir. banc.*, 2, 2012, 1. <<Detto altrimenti, i derivati di credito creano una fitta e invisibile rete di "mutue dipendenze", capace in presenza di fenomeni anche isolati di insolvenza di determinare pericolose emorragie in danno di un numero potenzialmente indefinito di soggetti>>. Con specifico riguardo al ruolo dei derivati creditizi nel contesto dell'analisi delle cause della crisi finanziaria, v., invece, Financial Crisis Inquiry Commission ("FCIC"), *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January 2011, 50, 51, reperibile all'indirizzo [www.gpo.gov](http://www.gpo.gov); E. Dickinson, *Credit Default Swaps: so dear to us, so dangerous*, disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi, market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, IV, 653 ss.; e E. Scannella, *I credit derivatives nell'economia dei sistemi finanziari tra innovazione e criticità*, in *Il Risparmio*, 2011, II, 91 ss.

<sup>8</sup> Come spiega L.F. Signorini, *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, Camera dei Deputati Roma, 15 giugno 2015, 3, <<Gli strumenti finanziari derivati (*futures, forward, opzioni e swap*) sono contratti il cui valore dipende dall'andamento di una o più variabili (il "sottostante"): tassi di interesse, azioni o indici azionari, merci, tassi di cambio<sup>1</sup>. I derivati di credito (come i *credit default swaps*) consentono di negoziare il rischio di insolvenza associato a determinate attività finanziarie>>. Dunque, i *credit derivatives*, a differenza degli altri prodotti finanziari derivati, non "derivano" il loro valore da tassi, valute o merci, bensì da crediti, oppure dal merito di credito di uno o più *reference entity*. Questa loro caratteristica consente, tra gli altri aspetti, sia il trasferimento del rischio di credito da un soggetto ad un altro senza l'alienazione della proprietà del credito sottostante – evitando quindi le problematiche, in particolar modo legali, relative alla cessione del credito – sia il mantenimento, nell'ambito dell'attività bancaria, dei rapporti con la clientela, il cui rischio di credito è stato ceduto ad altri. <<Uno *swap* anomalo – come è stato definito da F. Delfini, *Questioni in tema di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, in *Riv. dir. banc.*, settembre 2013, 9, – perché, a differenza degli *swap* più tradizionali (si pensi all'IRS *Interest rate swap*), non si ha qui uno scambio di flussi finanziari di segno opposto, regolato in via differenziale a momenti prestabiliti, ma una copertura di rischio (...) insomma, una replica, talvolta più sofisticata finanziariamente, dei fondamentali del sinallagma del contratto di assicurazione>>. Non è qui possibile dare conto delle complesse problematiche che ruotano intorno alle categorie in questione. Per una più ampia disamina sul tema si rinvia a M. Barcellona,

Con il termine rischio di credito si intende la possibilità che la controparte non faccia fronte ai propri obblighi contrattuali in modo tempestivo. Ciò può essere dovuto a:

a) un inadempimento, ovvero la temporanea incapacità del soggetto di effettuare dei pagamenti a causa di difficoltà momentanee;

b) un'insolvenza, con la quale il soggetto non è più materialmente in grado di onorare i propri debiti in modo permanente.

Tale possibilità può derivare dal tempo mancante alla scadenza del contratto e dalla variabilità attesa del prezzo o del tasso su cui un rischio sia basato. Con i *credit derivatives* il rischio di credito corrispondente ad una determinata esposizione viene di fatto eliminato o meglio trasferito ad un altro soggetto non direttamente esposto. Tuttavia, a sua volta, il titolare di un derivato ha anche la possibilità di guadagnare da un eventuale *default* o inadempimento.

Benché, dal punto di vista della legittimità causale, questo strumento finanziario si presti principalmente ad essere utilizzato nel settore bancario ed assicurativo per eliminare o mitigare i rischi di credito su determinate attività detenute in portafoglio (funzione di *hedging*)<sup>9</sup>, in una normale logica di scambio la sua sfera di applicazione può ampliarsi sino ad assumere una dimensione speculativa (come nell'ipotesi di acquisto di un CDS *naked*, cioè senza detenere

---

*I derivati e la causa negoziale. L'“azzardo” oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza (prima parte)*, in *Contr. impr.*, 2014, 571 ss.; E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 118 ss.; R. Di Raimo

*Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., 41 ss.

<sup>9</sup> Cfr. C. Scardovi, L. Pellizon e M. Iannacone, *Pianificare il credito e gestirne il rischio con i credit derivatives*, in *Banche e banchieri*, 1998, 1, 103 ss. Le banche, solitamente, sono state tra i maggiori compratori di protezione creditizia e le compagnie di assicurazione tra i maggiori venditori. Il settore assicurativo non è regolamentato nello stesso modo di quello bancario e tende a vedere i rischi di credito da un punto di vista attuariale piuttosto che da un punto di vista finanziario. Di conseguenza, le compagnie di assicurazione sono più propense delle banche ad assumersi i rischi di credito.



un'esposizione creditizia verso la *reference entity*, o nel caso di vendita di protezione senza detenere posizioni di segno opposto) ovvero dare luogo ad arbitraggi (tra il mercato obbligazionario e quello dei CDSs) sul profilo creditizio di terzi (funzione di *trading*)<sup>10</sup>.

Così configurati, i CDSs rappresentano una sorta di contratto di assicurazione contro il "rischio di fallimento" dei titoli sottostanti, con un prezzo correlato alla probabilità di *default* dell'emittente.

Tant'è che dottrina<sup>11</sup> ed operatori di settore, quali la *British Bankers' Association*, fanno rientrare i CDSs, insieme ai *credit default options*, nella più ampia categoria dei *default products*. Entrambi consentono di traslare un rischio di credito, senza trasferire l'*asset* sottostante, mentre il *pay off* dell'operazione, quantificato e corrisposto al verificarsi di un *credit event* (in ipotesi, per l'appunto, un *default event*), in ambo i casi viene determinato al momento della stipula del contratto<sup>12</sup>.

Quanto alla loro negoziazione, i CDSs sono considerati storicamente titoli *over the counter*, poiché non scambiati sui mercati regolamentati – con transazioni bilaterali, registrate solo nella contabilità degli intermediari, spesso prive di garanzia sul rischio poiché non esiste una controparte centrale e non esiste un sistema di compensazione e garanzia – e non sottoposti, pertanto, alla stessa disciplina dei titoli standardizzati<sup>13</sup>. Il mercato OTC ammette alla negoziazione

<sup>10</sup> Sull'uso speculativo dei *credit derivatives* si rinvia a R. Baldinelli, *Caso Enron: analisi e questioni aperte*, LUISS, Archivio Ceradi, Roma, giugno-settembre 2002.

<sup>11</sup> Si veda, in particolare, A.M. Carozzi, *Contratti derivati finanziari e di credito*, Lezioni tenute presso la LUISS, Roma, 23 febbraio 2003.

<sup>12</sup> Per un approfondimento in relazione a tali aspetti si rinvia a F. Caputo Nasseti e A. Fabbri, *Trattato sui contratti derivati di credito, aspetti finanziari, logiche di applicazione, profili giuridici e regolamentari*, Milano, 2001, 59. Benché da un punto di vista giuridico, la struttura sia piuttosto semplice: <<Il CDS può essere definito come quel contratto in forza del quale il promittente, verso pagamento di un premio, si impegna ad eseguire un pagamento predeterminato in favore di un promissario al verificarsi di un evento futuro ed incerto (*credit event*), che esprime il deterioramento del profilo creditizio di un terzo>>.

<sup>13</sup> Al riguardo v. M. Sepe, *La contrattazione over-the-counter*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, I, 46 ss.

modelli contrattuali che solo accidentalmente possono uniformarsi ai prodotti c.d. *exchange traded*, vigendo su queste piazze una piena libertà delle forme. La mancanza di una forma standardizzata fa sì che tale contratto possa assumere caratteristiche differenti a seconda delle esigenze delle parti. Soggetti ammessi alle negoziazioni OTC sono esclusivamente investitori e intermediari finanziari istituzionali. A tale maggiore libertà di movimento fanno da contraltare, oltre al comprensibilmente ben maggiore rischio di controparte, una liquidità di mercato fortemente limitata (essendo le negoziazioni condotte sulla base di rapporti “uno a uno”) e costi di transazione sensibilmente alti.

Sicché, come spesso accade in ambito finanziario, il prodotto derivato, nato per scopi specifici – in questo caso assicurativi – in una determinata fase del suo ciclo di vita si è staccato dal suo sottostante diventando un prodotto indipendente, oggetto di specifiche contrattazioni che, seppur collegato al contesto originale per dinamiche di *pricing* e fondamentali, ha iniziato a godere di vita propria<sup>14</sup>.

## 2.1. (Segue): la struttura contrattuale

Si potrebbe considerare il *credit default swap* come l'equivalente di una polizza di assicurazione. Nella sua versione essenziale il contratto di CDS prevede che A (*protection seller*) si impegni a pagare una somma di denaro verso B (*protection buyer*), il quale desidera ridurre la propria esposizione creditizia verso C (*reference entity*), se entro un periodo di tempo concordato C diviene insolvente rispetto ad un credito di riferimento (*reference obligation*). A si sostituisce a B nel rischio di

<sup>14</sup> Come sottolinea R. Marcelli, *Derivati esotici e margine di intermediazione: riflessi di convenienza e congruità*, in *Riv. dir. banc.*, 16 novembre 2012, <<Dall'esame dei derivati esotici, collocati in maniera diffusa ed indifferenziata da taluni primari intermediari presso imprese di varia estrazione, dimensione e connotazione economico-finanziaria, si trae l'impressione che i preordinati e complessi costrutti, di fatto, più che incontrare le esigenze degli operatori economici, abbiano teso funzionalmente a favorire esigenze di *pricing* e/o di gestione del portafoglio dell'intermediario>>.

credito su C e, per corrispettivo, ne riceve un premio<sup>15</sup>.

Nel contratto di CDS viene individuato il capitale nozionale, pari al valore nominale delle obbligazioni o del *pool* di *asset* il cui rischio si intende trasferire, in base al quale viene calcolato l'ammontare del premio periodico, espresso in punti base annui, versato dal *protection buyer* fino alla scadenza del contratto o fino al verificarsi dell'evento creditizio (*credit event*).

In altri termini, l'acquirente di un CDS, in cambio del pagamento di un premio periodico (*periodic fee*), ricava un profitto in caso di deterioramento del merito di credito della *reference entity*<sup>16</sup>; l'acquisto di un CDS implica quindi l'assunzione di una posizione "corta" (sarebbe a dire una posizione di investimento che beneficia di un calo del prezzo di mercato) sul rischio di credito della *reference entity*<sup>17</sup>.

Se l'acquirente di un CDS ha invece un'esposizione verso la *reference entity* (tipicamente un titolo obbligazionario, ma anche crediti per cassa o di firma), l'acquisto del CDS consente di coprire il rischio di credito su quella esposizione.

<sup>15</sup> Il "premio" può essere corrisposto alla stipula del contratto (pagamento *upfront*) o tramite pagamenti periodici corrisposti per la durata del contratto.

<sup>16</sup> Per convenzione, i CDSs sono quotati in termini di premio annuo in percentuale del valore nozionale dell'obbligazione sottostante. A determinate condizioni, tale premio dovrebbe coincidere all'incirca con lo *spread* creditizio (rendimento meno tasso privo di rischio) dell'obbligazione di riferimento di pari scadenza. Per questo motivo è ragionevole attendersi che il premio presenti una relazione trasversale piuttosto stretta con il rischio di credito dell'attività sottostante, espresso dal *rating*. In effetti, sembra esservi una relazione costantemente negativa tra *rating* e premi su CDSs riferiti ad entità sovrane, come si vedrà più avanti.

<sup>17</sup> Invero, come osservano L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Gracco e G. Siciliano, *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, Discussion papers Consob, Roma, febbraio 2011, 6, <<l'assunzione di una posizione corta sul rischio di credito può essere realizzata anche attraverso la vendita allo scoperto di un titolo obbligazionario della *reference entity*. Questa operazione può essere però più complessa o più rischiosa rispetto all'acquisto di un CDS per almeno due motivi (che saranno più diffusamente analizzati oltre): 1) la vendita allo scoperto trova un limite nella scarsa diffusione del mercato del prestito titoli su alcuni strumenti obbligazionari; 2) il contratto di prestito titoli ha tipicamente una durata a breve termine e quindi deve essere rinegoziato periodicamente, generando un rischio legato alla volatilità del costo del prestito titoli. L'acquisto di un CDS consente invece di prendere una posizione corta per un lungo periodo di tempo (tipicamente 5 o 10 anni) senza incorrere nei problemi operativi e nei rischi tipici di una vendita allo scoperto di obbligazioni>>.

Il venditore di CDS riceverà il premio periodico e, nel caso in cui si verifichi un cosiddetto “evento creditizio” relativo alla *reference entity*, dovrà compensare il compratore di protezione per la perdita subita<sup>18</sup>.

Dopo la stipula iniziale di un contratto CDS, il suo *status* nel tempo può variare per una serie di motivi (al di là del caso di estinzione per un evento creditizio). Il primo è la cosiddetta novazione, ovvero la sostituzione di una delle due controparti originarie del contratto con una terza controparte; un secondo è l'esercizio della clausola che permette la conclusione anticipata del contratto (*early termination*).

Naturalmente, ognuna delle due controparti può “chiudere” dal punto di visto economico la posizione realizzando un'operazione di segno contrario (*offsetting transaction*); ciò però non annulla dal punto di vista giuridico i precedenti contratti. Questa ultima tipologia di “chiusura” delle posizioni, che nella prassi determina un elevato numero di transazioni allorché fra il venditore e l'acquirente “ultimo” di protezione vi sia una lunga catena di posizioni *offsetting* intermedie, è di fatto quella maggiormente diffusa sul mercato.

Il discorso è diverso nel caso in cui vi sia una controparte centrale, cioè un soggetto che si interpone fra le controparti di ogni contratto (attraverso un processo di novazione). In tal caso viene effettuata una compensazione multilaterale delle posizioni fra i diversi operatori e viene determinato per ogni operatore un saldo bilaterale compensato verso la controparte centrale. In questa ipotesi, l'acquisto di un CDS seguito da una vendita di pari importo (*offsetting transaction*) darebbe luogo ad una vera e propria posizione nulla verso la controparte centrale.

Al verificarsi dell'evento creditizio indicato dalle parti nel contratto, lo *swap*

<sup>18</sup> Oltre a contratti CDSs relativi ad una specifica *reference entity* (*single name CDS*), hanno trovato larga diffusione anche contratti su indici rappresentativi di un paniere di emittenti (*index o basket CDS*). Nel caso di specie ciascuna *reference entity* concorre per la stessa quota al valore nominale complessivo del contratto.

viene liquidato con le modalità di *settlement* previste. Tipicamente esistono due tipi di *settlement*:

i) la modalità *cash* prevede che il venditore di protezione effettui un pagamento alla controparte pari alla differenza tra il valore iniziale e quello finale del *reference bond*<sup>19</sup>;

ii) la modalità *physical* prevede l'acquisto da parte del *protection seller* a un prezzo prestabilito all'inizio del contratto (o con modalità prestabilite di determinazione del prezzo) del *reference bond* interessato dal *credit event*<sup>20</sup>.

Da notare, nell'ambito di questo quadro di indagine, che da quando il numero dei contratti CDSs è diventato un multiplo degli strumenti di debito sottostanti, la consegna fisica è caduta in disuso a favore del regolamento per contanti.

## 2.2. (Segue): la standardizzazione contrattuale dei CDSs: l'ISDA Master Agreement

Sotto l'aspetto dell'adempimento degli obblighi contrattuali, data la necessità di effettuare transazioni finanziarie in condizioni di certezza, gli operatori dei mercati OTC:

i) aderiscono, in via facoltativa, ad organismi internazionali volti a garantire il corretto svolgimento delle negoziazioni in cui gli operatori sono le controparti stesse dei contratti (*i.e.*, *International Swaps and Derivatives Associations* – ISDA, i cui membri si impegnano a rispettare protocolli di condotta commerciale);

ii) stipulano “contratti quadro” (accordi bilaterali), che disciplinano le

<sup>19</sup> In tal caso il contratto prevede la liquidazione per differenza in contanti, senza lo scambio dei titoli sottostanti (c.d. *cash settlement*): il venditore è tenuto a corrispondere al compratore la differenza tra il valore nominale e il valore di mercato dei titoli sottostanti. Una variante del *cash settlement* è la modalità *binary payout*, secondo cui il venditore della protezione si impegna a pagare, al verificarsi del *credit event*, un ammontare fisso prestabilito al momento della stipula del contratto.

<sup>20</sup> In altre parole, in caso di mancato pagamento degli interessi o del capitale da parte dell'emittente, il contratto di *credit default swap* prevede che colui che ha comprato la protezione debba consegnare alla controparte il titolo-carta ottenendone il valore nominale.

condizioni generali applicabili ai singoli contratti conclusi (tali condizioni sono oggetto di negoziazione tra le parti in funzione della rispettiva forza contrattuale al fine di mitigare il rischio di controparte);

iii) stipulano contratti “Credit Support Annex” (CSA) che impegnano le parti a calcolare periodicamente le reciproche posizioni in derivati ed a regolarle eseguendo un *netting* tra posizioni creditorie e debitorie, previo deposito di garanzie.

Le iniziative più significative per la definizione di un quadro di riferimento comune applicabile ai contratti su strumenti derivati che si concludono al di fuori dei mercati regolamentati, sono state promosse dall'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) con l'adozione del *Master Agreement on OTC Derivatives*.

La contrattualistica *standard* predisposta dall'ISDA, nello specifico, si compone: (i) di un contratto quadro (il c.d. *Master Agreement*) che detta la disciplina generale delle operazioni in derivati, (ii) della c.d. *Schedule* con cui le parti prevedono, se del caso, disposizioni aggiuntive o, laddove possibile, derogatorie rispetto a quelle dettate dal *master agreement* e (iii) dalle singole *Confirmation*, mediante le quali le parti provvedono alla conclusione dei singoli derivati, stabilendone i parametri essenziali (quali importi di riferimento, data iniziale, scadenza finale, ed altri aspetti ancora).

Gli standard contrattuali elaborati dall'ISDA si propongono di ridurre i rischi di controversie che tipicamente insorgono in caso di liquidazione dei contratti al verificarsi di un evento creditizio<sup>21</sup>. L'ISDA *Master Agreement* rappresenta una

<sup>21</sup> Per F.C. Villata, *La ristrutturazione del debito pubblico greco del 2012: nuove prospettive per l'optio iuris*, in G. Adinolfi e M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'Area dell'Euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, 128, le regole (e le relative interpretazioni ermeneutiche) <<adottate nel contesto dell'ISDA si pongano nel quadro di un richiamo volontario delle parti a “un diritto non statale” secondo le parole del considerando n. 13 del regolamento Roma I, ma la volontà del legislatore comunitario è ancora ferma nell'ascrivere simili ipotesi al modello della recezione materiale. Ne discende che simile riferimento non vale a consentire una deroga alle disposizioni

sorta di accordo quadro bilaterale sottoscritto dalle controparti<sup>22</sup>, il cui scopo è semplificare i rapporti di natura corrente, minimizzando gli obblighi contrattuali di volta in volta necessari per completare transazioni in derivati, fornendo nel contempo una matrice legale uniforme in caso di inadempienza o insolvenza di una delle parti.

Nello specifico, da un punto di vista contrattuale, un CDS tipico viene documentato secondo il cosiddetto *Master Confirmation Agreement on Credit Default Swaps*, ossia un documento di sei pagine redatto secondo uno schema uniforme, i cui termini e condizioni riprendono quelli contenuti nelle *Definitions*. Il ricorso a questo modello ha consentito di raggiungere un elevato grado di standardizzazione nel mercato, di migliorare la trasparenza e l'efficienza, contribuendo così a ridurre il clima di incertezza.

Per le stesse ragioni l'ISDA ha definito anche le clausole relative agli elementi caratteristici dei contratti e il procedimento per determinare la lista delle *deliverable obligations* ossia i titoli che possono essere consegnati in caso di *physical settlement* a seguito dell'accertamento della presenza di un evento creditizio<sup>23</sup>.

Al fine di consentire una più agevole liquidazione dei contratti, è stato

---

imperative della *lex contractus* (...)».

<sup>22</sup> Un contratto-ISDA è un contratto "quadro", curato dall'associazione di categoria, che contiene le regole generali alle quali le parti contraenti fanno riferimento per la conclusione dei singoli contratti in strumenti derivati e che quindi disciplina le azioni e gli obblighi derivanti dagli accordi conclusi. Per l'operatività con la Repubblica Italiana, in particolare, si è avuto cura di redigere un contratto standard in linea con i criteri guida del mercato, ma soggetto al diritto italiano, con particolare riferimento al codice civile e alla disciplina delle obbligazioni contrattuali. Questa specificità è particolarmente significativa, in quanto rappresenta una tutela di grande rilevanza nell'eventualità di contenziosi.

<sup>23</sup> Di norma, cinque sono gli elementi fondamentali di una tipica *Confirmation*: 1) il "sottostante" o *reference entity*; 2) la scadenza del contratto (completamente flessibile ed aperta alla negoziazione delle parti); 3) le "obbligazioni coperte" (quelle specificate dalle parti nel contratto); 4) il "paniere dei consegnabili" (l'insieme dei titoli di credito tra i quali il *protection buyer* può scegliere per soddisfare i propri obblighi di consegna nei confronti del *protection seller* al verificarsi di un *credit event*); 5) la definizione di *credit event* (l'insieme degli eventi che attivano il regolamento del contratto di copertura).

introdotto l'accennato principio di compensazione dei pagamenti su contratti di segno opposto fra due controparti, nonché la possibilità per i contraenti di scegliere la modalità di liquidazione per contanti (*cash settlement*)<sup>24</sup> con riferimento al prezzo che scaturisce da un meccanismo di asta<sup>25</sup>.

Va opportunamente segnalato che, nell'ipotesi dei contratti su entità non sovrane stipulati in base a tale clausola, la compensazione richiesta dagli acquirenti della protezione è stata talvolta superiore alle perdite da essi effettivamente subite. Siffatte ingiustificate richieste sono state all'origine, nel 2001, di una versione modificata della clausola (ulteriormente affinata nel 2003), che molti venditori di protezione hanno incluso nei contratti di CDS su obbligazioni bancarie e societarie.

E invero, sull'ISDA *Master Agreement* si sono innestati, nel corso degli ultimi anni, diversi supplementi e appendici al fine di disciplinare i termini specifici dei diversi contratti derivati. Nell'aprile del 2009 l'ISDA ha proposto l'adozione del cosiddetto *Big Bang Protocol*, uno standard che ha visto l'adesione su base volontaria di oltre 2000 soggetti fra banche, *hedge fund* e investitori istituzionali<sup>26</sup> e che, incorporando anche le precedenti iniziative, si fonda in particolare:

i) sull'obbligatorietà (per gli aderenti al protocollo), e non più facoltà, dell'impiego dell'asta per determinare il prezzo di liquidazione dei contratti CDSs

<sup>24</sup> Con riferimento a tale aspetto, l'adesione al *Master Agreement* consente, ad esempio, alle controparti di: a) definire l'ammontare netto da trasferire a seguito dell'aggregazione di tutte le partite in credito e debito esistenti nei confronti della stessa controparte; b) chiudere tutte le posizioni riconducibili ad una controparte in *default*, compensando e conducendo le obbligazioni che ne risultano ad un pagamento unico (*close-out netting*).

<sup>25</sup> L'ISDA ha il compito di determinare i valori di recupero, e in ultima istanza i pagamenti finali dei CDSs, attraverso un'asta sui titoli in *default*. Queste aste hanno però delle caratteristiche particolari dal momento che i detentori di CDSs sono più numerosi dei detentori di titoli. Gli strumenti finanziari in *default* difficilmente convertibili in liquidità circolano di fatto poco sui mercati, per cui le transazioni sul mercato dell'asta sono relativamente deboli se comparate al valore dei CDSs.

<sup>26</sup> Sulla scia di una continua evoluzione del mercato, il 14 luglio 2009 l'ISDA ha integrato il *Big Bang Protocol* al fine di standardizzare il regolamento dei CDSs nei casi di ristrutturazione del debito. Tale ultimo protocollo ha preso il nome di *Small Bang Protocol*.



(precedentemente l'asta era prevista solo su base volontaria, risultando particolarmente disomogenea l'estensione dell'area dei partecipanti)<sup>27</sup>;

ii) sull'attribuzione del compito di definire alcuni degli elementi di liquidazione dei contratti (in particolare, accertamento del *credit event* e individuazione dei titoli da consegnare) ad un *Determination Committee* (DC)<sup>28</sup>.

Nel caso dei CDSs sovrani, il *default* di un Paese implica il **pagamento da parte del venditore dell'ammontare dei bond coperti nel contratto**. La *reference entity* è lo Stato che ha emesso le obbligazioni, definite *reference obligation*. Il periodo di validità della protezione è esplicitato come *effective date* o *termination date*.

Di norma, il contratto prevede che un intermediario (*calculation agent*)<sup>29</sup> sia

<sup>27</sup> Sull'obbligatorietà dell'impiego dell'asta per determinare il prezzo di liquidazione dei contratti CDSs, L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Gracco e G. Siciliano, *I credit default swap*, cit., 14, sottolineano che «le modifiche apportate dall'ISDA abbiano reso più sicuro ed efficiente il ricorso al regolamento per differenziale monetario, creando le premesse per la crescita dell'utilizzo dei CDSs per finalità di tipo speculativo, in quanto concentrando la liquidità nell'ambito del processo d'asta si rende più efficiente il processo di *price discovery*, riducendo al contempo i rischi di *short squeeze* (per i contratti regolati con consegna fisica)».

<sup>28</sup> Come illustrato da F.C. Villata, *La ristrutturazione del debito pubblico greco del 2012: nuove prospettive per l'optio iuris*, cit., 128, competenza del DC è quello di formulare regole di 'interpretazione autentica' delle *Definitions* su richiesta degli operatori del settore, «secondo un modello ben noto al contesto della *lex mercatoria*, nel quale i componenti del settore del commercio internazionale considerato contribuiscono, attraverso la prassi, alla formazione delle regole del settore medesimo e alla loro interpretazione». Il valore «costrittivo» per le parti di siffatte interpretazioni è garantito «da un impegno convenzionalmente assunto nel menzionato Big Bang Protocol degli operatori partecipanti a un determinato mercato a regolare i CDSs tramite il dispositivo stabilito dall'ISDA». In particolare, come specificato da L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Gracco e G. Siciliano, *Ibidem*, tali comitati, che hanno assunto il ruolo in precedenza attribuito ad una delle controparti contrattuali, e che si indentificava nella figura del *calculation agent*, prendono «decisioni vincolanti nei confronti degli aderenti al protocollo riguardo ai criteri ed alle modalità di accertamento della presenza di un evento creditizio, individuano le obbligazioni consegnabili, stabiliscono se vi sia la necessità di svolgere l'asta per la determinazione del prezzo di *settlement* dei contratti e ne determinano le relative modalità operative».

<sup>29</sup> Su tali aspetti cfr. E. Girino, *I contratti derivati*, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 2010, 141 s., il quale riconosce l'arbitrarietà delle valutazioni di (variazione di) merito creditizio delle *reference entities*, che si traducono in *credit events*: «la decisione è di norma rimessa ad un soggetto giuridicamente distinto (*notification agent* o *calculation agent*), ancorché pur sempre appartenente al gruppo dell'emittente stesso e di regole investito di discrezionalità assoluta nello stabilire se un evento di credito abbia avuto luogo (...) e quindi nel decidere se farlo valere o meno nei confronti dei sottoscrittori finali».

incaricato di verificare che il *credit event* si sia realizzato e di definire l'ammontare del compenso da corrispondere al verificarsi di tale evento.

### 2.3. (Segue): significato di “credit event”

Più che di *default*, quando si descrive l'accadimento che tecnicamente origina la prestazione e la controprestazione oggetto del contratto si deve invece fare riferimento al concetto di *credit event*. Il significato di *credit event* non è esaurito dalla figura del mero inadempimento, ma risponde, piuttosto, ad un concetto giuridico ampio, tendente a rappresentare una situazione di grave difficoltà economica.

Occorre sottolineare che la *ratio* del *credit event* è sostanzialmente differente da quella del tradizionale *event of default* (caso di inadempimento), in quanto quest'ultimo ha lo scopo di far decadere il debitore dal beneficio del termine al verificarsi dei primi segnali che possono preludere ad un suo futuro stato di insolvenza e, quindi, tende ad essere il più ampio possibile, a tutela e a vantaggio del creditore. Il *credit event*, al contrario, ha il fine di rilevare nel modo più oggettivo possibile le situazioni che rappresentano un tangibile ed inequivocabile segno di insolvenza del debitore, poiché da queste determinazioni dipenderà il sorgere della prestazione pecuniaria dovuta dal venditore della protezione.

Proprio in ragione della genericità del concetto di “grave difficoltà economica” si impone una verifica dello stesso fondata su criteri oggettivi, ancorati a parametri legali e finanziari condivisi dalle parti, basata su eventi pubblicamente verificabili.

A questo fine, le clausole contrattuali relative al *credit event* fanno riferimento sia a *public available information* (cioè alla diffusione della notizia di realizzazione della condizione attraverso fonti di informazione accreditate), sia alla c.d. *materiality clause* (che impone il pagamento solo in presenza di un documento

effettivamente esistente per il *protection buyer*, e non per un qualunque deterioramento della capacità creditizia della *reference entity*)<sup>30</sup>.

L'ISDA, a tale proposito, individua con accuratezza differenti tipologie di eventi creditizi che determinano la liquidazione dei contratti. Le fattispecie riconosciute sono le seguenti:

1) *bankruptcy* (definizione che riprende quella contenuta nell'*ISDA Master Agreement*<sup>31</sup>);

2) *obligation acceleration* (condizione che si verifica quando l'emittente non onora una obbligazione avente scadenza precedente, rendendo immediatamente rimborsabile anche una avente scadenza successiva);

3) *obligation default* (evento che si verifica quando l'obbligazione, ancorché non scaduta, potrebbe divenire immediatamente rimborsabile in presenza di *default* dell'emittente);

4) *failure to pay* (si verifica quando l'emittente si rifiuta di pagare quanto dovuto su una o più obbligazioni, per un ammontare totale non minore al *payment requirement* che, lo standard ISDA quantifica nel controvalore di USD 1mln)<sup>32</sup>;

<sup>30</sup> Affinché il pagamento sia dovuto, il manifestarsi di uno degli eventi menzionati deve essere accompagnato da un significativo deterioramento del valore del titolo di riferimento. Questa clausola, nota come *materiality*, serve a garantire che il pagamento venga effettuato solo se l'evento dannoso risulti sostanziale. Per questo motivo, al fine di ridurre al minimo gli elementi discrezionali di giudizio, si ricorre alle c.d. "soglie di rilevanza" che fanno scattare il pagamento solo dopo significative variazioni della qualità del credito (trascuando le piccole variazioni di valore che possono verificarsi nel corso del tempo o inadempienze tecniche che non intaccano il merito creditizio del soggetto).

<sup>31</sup> La definizione ISDA, attraverso i suoi paragrafi, delimita le situazioni che possono rientrare nell'evento di "bancarotta". La stessa definizione, infatti, nella versione 2003, è stata privata di una clausola che, in diverse occasioni, aveva creato situazioni di incertezza sul mercato nel determinare se un evento di bancarotta si fosse o meno verificato. È considerata bancarotta una delle seguenti tipologie di evento creditizio della *reference entity*: 1) fallimento; 2) dichiarazione di insolvenza o riconosciuta incapacità a pagare i debiti per quanto dovuto; 3) ammissione a procedure concorsuali; 4) nomina di un amministratore o liquidatore per tutte le attività; 5) processi di espropriazione della proprietà o parte di essa.

<sup>32</sup> In tal caso viene concesso un margine di tempo per provvedere al pagamento pari a tre giorni lavorativi o, se specificato, un periodo di tolleranza (*grace period*).

5) *repudiation/moratorium* (quando l'emittente o una autorità governativa disconosce la validità dell'obbligazione);

6) *restructuring* (comprende i casi di ristrutturazione del debito con modifica delle condizioni, *in peius* per il creditore. La definizione descrive con chiarezza questo evento che, sintetizzando, rappresenta un accordo tra la *reference entity* e gli "holder" di qualunque obbligazione (accordo che non deve essere previsto *ab initio* nei termini dell'obbligazione stessa) in merito ad una riduzione di capitale o interessi, un differimento nel pagamento di capitale o interessi, cambiamento nella graduatoria di pagamento (subordinazione) cambiamento della valuta (eccetto "permitted currency").

Vi è ampio consenso in dottrina sul fatto che l'evento creditizio della ristrutturazione sia, tra quelle sopra indicate, la fattispecie più difficile da negoziare in un contratto di CDS<sup>33</sup>. In linea generale, ciò è dovuto a due fattori. Anzitutto, la ristrutturazione può spesso configurarsi come un evento creditizio "soft", in cui la perdita per il detentore delle obbligazioni di riferimento non è certa. In secondo luogo, poiché la ristrutturazione mantiene spesso in essere una complessa struttura per scadenze delle obbligazioni dell'ente referente (contrariamente ai casi di insolvenza o fallimento, ove vi è un'accelerazione nell'adempimento del debito), è possibile che sussistano passività con scadenze diverse e notevoli differenze di valore.

Il punto nodale è che tali circostanze non necessariamente configurano un danno nei confronti dei creditori. Ciò fu evidente, ad esempio, nel settembre del 2000 quando Consecro, una compagnia d'assicurazione americana, estese la scadenza di alcuni prestiti e ne modificò la cedola, generando un *credit event*. Il caso fu emblematico poiché non si poté riscontrare alcun danno patrimoniale a

<sup>33</sup> Cfr. Fitch Investors Service, *Credit events in global synthetic CDOs: yearend 2003 update*, Fitch Credit Products Special Report, giugno 2004; D. O'Kane, C. Pedersen e S. Turnbull, *The restructuring clause in credit default swap contracts*, Lehman Brothers Fixed Income Quantitative Credit Research Quarterly, vol. 1°trim./2°trim. 2003, 45 ss.

carico dei detentori del debito ristrutturato, che invece furono favoriti dalle modifiche decise dall'emittente. I *protection buyer* si trovarono così a poter beneficiare sia della copertura accesa che del debito ristrutturato<sup>34</sup>.

Per giunta, il *restructuring* è l'unico *credit event* per il quale si possono inviare *credit event notices multiple* (fino alla concorrenza dell'intero valore nozionale<sup>35</sup>). Il *buyer* può decidere di escutere solo una parte del contratto e lasciare la "rimanenza" in essere come se fosse un contratto separato. Questo privilegio, utile nel caso di *hedging* di posizioni, viene consentito esclusivamente al *buyer*: solo se è il compratore a reclamare l'evento, si applicano le restrizioni sulle *deliverable obligations* (per tipo e scadenza).

Nel caso di emittenti sovrani la definizione di evento creditizio è diversa, poiché non vi è una disciplina applicabile alla *bankruptcy* di uno Stato. I CDSs su

<sup>34</sup> Il dibattito dottrinale che ne seguì ha portato l'ISDA a distinguere diverse tipologie contrattuali, che differiscono per la disciplina applicata alla ristrutturazione:

i) *no restructuring (XR)*: contratti nei quali la ristrutturazione non determina un *credit event* valido per il CDS in oggetto;

ii) *full restructuring (R)*: la ristrutturazione è considerata a tutti gli effetti un evento creditizio e l'acquirente di protezione non ha limiti nella scelta dei *bond* consegnabili.

iii) *Modified restructuring (MR)*: tipologia introdotta nel 2001; funziona come la *full restructuring*, ma limita le obbligazioni consegnabili a quelle aventi una *maturity* inferiore o pari a 30 mesi a partire dal momento della ristrutturazione.

iv) *Modified-modified restructuring (MMR)*: integrazione della MR introdotta nel 2003, estende la durata delle obbligazioni consegnabili a 60 mesi successivi la ristrutturazione del debito.

In tutti i casi descritti è comunque previsto un ammontare di debito, pari generalmente a 10 milioni di dollari, che deve essere interessato da un processo di ristrutturazione per dare luogo ad un *credit event*. Tali modifiche, escludendo dalla consegna le obbligazioni con scadenza più lontana, evitano che i *protection buyer* possano sfruttare le condizioni di mercato, ad esempio tassi di interesse elevati, per consegnare obbligazioni con valore quotato molto sotto la pari. La piena libertà nella scelta dei titoli consegnabili è comunque garantita all'acquirente nel caso in cui il *credit event* venga rilevato dal debitore stesso. Ancora oggi esistono profonde divisioni tra le due sponde dell'Atlantico per quanto riguarda la ristrutturazione. Lo standard per le *reference entities* europee è il *Modified Restructuring*; quello per le *reference entities* degli U.S., dell'Australia e della Nuova Zelanda è il *Modified Modified Restructuring*. L'esistenza di differenze tra i due standard (Mod R) e (Mod Mod R) è fisiologicamente riconducibile ai tipi di mercato in cui si opera: infatti in Europa, rispetto ad altre piazze finanziarie, è più comune restringere la trasferibilità di uno strumento di debito, così come, sempre nel mercato europeo, i *bonds* ed i *loans* hanno scadenze maggiori di 30 mesi.

<sup>35</sup> Ossia il parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento, che fornisce una misura del volume delle negoziazioni ed è tendenzialmente prefissato per la durata del contratto, ma non rappresenta direttamente né l'esposizione né il rischio di ciascuna delle due parti.

titoli pubblici sembrano, infatti, aver recepito in misura minore la nuova formulazione, e ciò probabilmente perché nel caso di specie la probabilità di attivare una ristrutturazione in assenza di un reale deterioramento della situazione finanziaria è considerata molto bassa. Nei mercati emergenti la maggior parte dei CDSs su obbligazioni sovrane è orientata al titolo sottostante in termini di indicazione del “credit event” e di titolo consegnabile, e l’ipotesi di una ristrutturazione “opportunistica” è ritenuta meno percorribile nel caso di obbligazioni ad ampia diffusione.

L’elenco dei “credit events”, deputato a generare i rimborsi, è stato ampliato dall’ISDA, includendo nuove formule di salvataggio delle banche che prevedono l’apporto anche di soggetti privati. Le nuove crisi finanziarie scoppiate dal 2007 con il crack della Lehman Brothers fino a quelle europee del debito sovrano hanno reso improcastinabile un aggiornamento delle definizioni di “event of default” e soprattutto hanno messo in evidenza alcuni difetti dei contratti CDSs. La ristrutturazione del debito della Grecia, nel 2012, il sequestro da parte del governo olandese di obbligazioni del prestatore di garanzie SNS Reaal NV, nel febbraio 2013<sup>36</sup>, e da ultimo il salvataggio dell’istituto portoghese Banco Espírito Santo (BES)<sup>37</sup> nel 2014, hanno pertanto indotto gli enti regolatori a modificare i contratti dei CDSs.

In particolare, le principali innovazioni introdotte sono due: 1) l’aggiunta di un evento di credito denominato “Intervento governativo”, e 2) la rimozione della clausola di “*default* incrociato”. In virtù di queste novità, i contratti CDSs

<sup>36</sup> Il governo olandese ha nazionalizzato SNS Bank, istituto di credito che versava in gravi difficoltà, espropriandone il debito subordinato. Gli obbligazionisti hanno visto così azzerare il valore dei titoli sui quali avevano acquistato il CDS ma non hanno potuto beneficiare del rimborso in quanto le attuali regole non prevedevano tra gli eventi del *default* l’esproprio.

<sup>37</sup> Riguardo, invece, alla vicenda dell’istituto portoghese Banco Espírito Santo (BES), i CDSs subordinati non hanno funzionato. In questo caso, è stato deciso dalle autorità di Lisbona il trasferimento di tutti gli attivi non incagliati, i depositi e i titoli di debito *senior* in una nuova entità (“good bank”), mentre tutti gli altri *asset* (i crediti deteriorati o tossici, il debito subordinato e il capitale proprio) sono rimasti nella vecchia struttura di dismissione (“bad bank”). Con riguardo ai CDSs, il ricorso al *bail-in* ha fatto sì che i contratti si trasferissero alla nuova banca.

permetteranno ai loro possessori una maggior copertura anche nell'ipotesi di insolvenza di istituti bancari come nei casi sopra menzionati.

Oltre alle fattispecie universalmente riconosciute, esistono altre situazioni di mercato che possono, per volontà delle parti, costituire un *credit event*. Tali circostanze non sono riconosciute universalmente ed entrano dunque in gioco solo se specificatamente incluse nel contratto. Tra queste, il *downgrade* è sicuramente un accadimento degno di nota ed è solitamente considerato un evento creditizio in numerosi contratti strutturati. Le parti sono libere di accordarsi sulle modalità di rilevazione: quali e quante agenzie di *rating* sono rilevanti, tipologia di *rating*, tipo ed intensità di *downgrade*. Legato al *downgrade* è anche un altro evento contemplabile, definito *upon merger*. Questo si verifica quando il *rating* di una società nata dalla fusione della *reference entity* con uno o più soggetti risulta inferiore a quello dell'emittente originario. Il *cross default*, altro *credit event* minore, prevede invece l'allargamento, in caso di mancato rimborso di un'obbligazione, dello stato di insolvenza a tutti i rapporti posti in essere dall'emittente.

#### 2.4. (Segue): estinzione anticipata (c.d. "early termination")

A prescindere da un accordo intercorso tra le parti, l'estinzione anticipata di un CDS può dipendere anche dal verificarsi di determinati eventi patologici appositamente previsti in contratto.

L'art. 6 dell'ISDA *Master Agreement* prevede la clausola generale di "*Early Termination*", sarebbe a dire di risoluzione e/o cessazione anticipata delle "*Asset Swap Transactions*" regolate nella cornice ISDA<sup>38</sup>. Tale clausola trova

<sup>38</sup> Ai sensi della *section 6 (a)* del *Master Agreement*, al verificarsi di uno degli *events of default* (sopra specificati) con riferimento ad una delle parti contrattuali (c.d. *defaulting party*) la parte in relazione alla quale l'evento non si è verificato (c.d. *non – defaulting party*) ha diritto di risolvere (*to terminate*) la documentazione contrattuale a condizione che abbia inviato alla *defaulting party* una comunicazione scritta, con preavviso di 20 (venti) giorni lavorativi, specificando l'evento che

applicazione, anzitutto, nei seguenti casi di “*Event of Default*” definiti all’art. 5, lett. a (come integrati nella Schedule e dagli altri documenti contrattuali): (i) “*Failure to Pay or Deliver*”, i.e. mancato pagamento e/o mancata consegna di somme o titoli dovuti in base agli accordi, senza che il relativo inadempimento sia rimediato entro 3 giorni lavorativi dall’avviso di inadempimento; (ii) “*Breach of Agreement*”, i.e. altri inadempimenti diversi da quelli di cui al punto che precede, non rimediati entro 13 giorni lavorativi dal relativo avviso di inadempimento; (iii) “*Credit Support Default*”, i.e. inadempimenti relativi ai c.d. “*Credit Support Documents*” tra cui, in particolare, il *Credit Support Annex* che disciplina, tra l’altro, gli obblighi di col lateralizzazione); (iv) “*Misrepresentation*”, i.e. violazione delle dichiarazioni e garanzie rese dalle parti nel contesto dei vari accordi; (v) “*Default under Specified Transactions*”, i.e. inadempimento, ripudio, contestazione e/o rifiuto di adempiere di una parte ad altre specifiche operazioni richiamate, indicate come “*Specified Transactions*” (con ciò intendendosi altri contratti derivati, di swap, opzioni e altre operazioni tra le medesime parti, combinazione delle stesse, il tutto come definito nell’art. 14 dell’ISDA *Master Agreement*); (vi) “*Cross Default*”, i.e. l’inadempimento di una delle parti (o di entità del gruppo ad essa facenti capo come specificato nella Schedule) a altri contratti di finanziamento o altre operazioni di indebitamento, nel caso in cui tali inadempimenti superino la soglia di USD 10.000.000; (vii) “*Bankruptcy*”, i.e. fallimento, procedure concorsuali o ipotesi di scioglimento, e altri casi in cui una parte dichiara e/o manifesta per iscritto la propria incapacità o impossibilità di pagare; (viii) “*Merger Without Assumption*”, con ciò intendendosi casi di operazioni di fusione o concentrazione, senza assunzione della responsabilità da parte dell’entità risultante dalla fusione per i debiti e/o le passività della parte

---

si è verificato ed indicando, nel rispetto del suindicato preavviso, la data in cui tutti i derivati in essere a tale data sono terminati in anticipo rispetto alla rispettiva scadenza naturale prevista nelle relative *confirmations*.



contrattuale.

La *Early Termination* (art. 5, lett. *b*, e art. 6, lett. *b*, dell'ISDA *Master Agreement*) si applica anche nel caso di "*Termination Event*", vale a dire, ai sensi degli artt. 5 e 14 dell'ISDA *Master Agreement*: (i) l'*Illegality*, i.e. l'illegittimità sopravvenuta delle prestazioni e/o obbligazioni contemplate negli accordi, per effetto di nuove leggi o provvedimenti normativi o interpretazioni sopravvenute di precedenti disposizioni normative); (ii) il ricorrere di ipotesi di *Tax Event*, i.e. cambiamenti della legislazione fiscale e/o per provvedimenti delle autorità sopravvenuti rispetto alla firma degli accordi, che importino un onere fiscale aggiuntivo rispetto alla struttura originaria della transazione); ovvero (iii) di *Tax Event upon Merger*, i.e. i casi in cui l'onere fiscale aggiuntivo sia conseguenza di un'operazione di fusione o concentrazione); (iv) *Credit Event Upon Merger*, i.e. sulla base dello *Schedule*, Part. I, lett. *d*, il sostanziale deterioramento del merito creditizio di una delle parti a seguito di operazione di fusione e/o concentrazione).

Per completezza si ricorda che alcune volte la documentazione contrattuale può prevedere ipotesi di scioglimento anticipato automatico (c.d. *automatic early termination*) al ricorrere di specifiche ipotesi di insolvenza/fallimento. In questi casi, al verificarsi dell'evento la risoluzione opera automaticamente anche se la *non-defaulting party* non è a conoscenza dell'evento da cui dipende lo scioglimento automatico del derivato.

Da sottolineare – come avverte la dottrina<sup>39</sup> – che in sede di definizione del contratto le parti sono libere di subordinare la sua attivazione al verificarsi di uno o più eventi creditizi, oppure di non applicare la documentazione ISDA, con la conseguente necessità, al fine di evitare controversie, di specificare i *credit event*

<sup>39</sup> In tal senso C. Boido, *Gli strumenti di mitigazione del rischio di credito: i derivati creditizi*, in *Analisi finanziaria*, 52/2003, p. 6.

con estrema accuratezza<sup>40</sup>.

Attualmente sono presenti clausole di risoluzione anticipata al valore di mercato, dove tale facoltà è riconosciuta ad entrambe le parti contraenti a date predefinite, in alcuni casi senza che sia necessario il verificarsi di una qualche condizione (c.d. "*break clauses*").

È possibile affermare che la struttura del portafoglio di operazioni assoggettate a clausole di risoluzione anticipata è il risultato di una strategia di modifica che, in particolar modo negli ultimi anni, ha mirato ad eliminare – quando possibile – le clausole stesse, sia che fossero legate a condizioni di credito, sia che fossero più semplicemente opzioni bilaterali di risoluzione anticipata.

Con riferimento precipuo ai titoli sovrani, preme segnalare che la previsione di clausole bilaterali di risoluzione anticipata, sorte in un periodo storico in cui il merito di credito degli Stati era sensibilmente più elevato di quanto non sia oggi, va opportunamente valutata in un'accezione prudenziale, a fronte di un possibile deterioramento del merito di credito delle controparti in derivati: <<[t]ra la fine degli anni '90 e i primi anni 2000, l'inserimento di clausole di questo tipo, soprattutto nel caso di operazioni con una vita medio-lunga, era inteso principalmente come finalizzato a proteggere gli emittenti dall'esposizione creditizia nei confronti del sistema bancario, percepito come molto più rischioso rispetto ai sovrani. Nel corso degli anni successivi, come noto, il quadro di riferimento per la valutazione del rischio di credito ha subito notevoli mutamenti e, pertanto, si è proceduto ad eliminare quando possibile la maggior parte delle clausole apposte>><sup>41</sup>.

<sup>40</sup> Si veda a tal riguardo il caso riportato da M. Telesca, *Analysis of credit default swap, applications and legal issues*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), novembre 2003, 8, nt. 24.

<sup>41</sup> Cfr. M. Cannata, *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, Audizione avanti la Commissione Finanze della Camera dei Deputati, 10 febbraio 2015, 18. Un esempio significativo può essere rinvenuto nella presenza di una clausola di estinzione anticipata contenuta nel

## 2.5. (Segue): le nuove 2014 *Credit Derivatives Definitions*

Nel corso del 2014, l'*International Swap Dealer Association* ha proceduto a rivedere e aggiornare le "2003 ISDA Credit Derivatives Definitions", documento inclusivo delle definizioni e regole di base che disciplinano i contratti di *credit default swap*<sup>42</sup>.

In particolare, con le nuove *2014 Credit Derivatives Definitions* sono introdotte una serie di nuove definizioni che si sono resa necessarie a seguito di vari eventi verificatesi sui mercati dei derivati di credito, specie in relazione alla crisi dei debiti sovrani.

Come anche chiarito dall'ISDA nel proprio comunicato, tra le principali novità si segnalano (i) talune nuove definizioni concernenti il verificarsi di eventi di "bail-in" da parte di entità governative per la ristrutturazione di debiti sovrani utilizzate quali obbligazioni di riferimento; (ii) la creazione di nuovi meccanismi di *settlement* tramite cui, al verificarsi di eventi di credito in relazione a debiti sovrani, sia possibile regolare l'esposizione derivante dall'operazione tramite *delivery* dei nuovi titoli che sono stati convertiti al posto del (o che derivano dal) del debito sovrano originario<sup>43</sup>; (iii) la predisposizione di nuovi specifici

---

contratto quadro (*ISDA Master Agreement*) sottoscritto nel gennaio 1994 tra la Repubblica Italiana e la banca Morgan Stanley, unica nel suo genere in quanto applicabile non ad una singola operazione, ma ricomprendente tutte le operazioni sottoscritte con quella controparte. La clausola prevedeva un *Additional Termination Event*, ovvero il diritto di risoluzione anticipata dei contratti derivati in essere, al verificarsi del superamento di un limite prestabilito di esposizione della banca nei confronti della Repubblica Italiana.

<sup>42</sup> Il documento, "2014 ISDA Credit Derivatives Definitions", che raccoglie tutte le definizioni maggiormente usate nelle operazioni in derivati di credito documentate tramite contrattualistica ISDA, pubblicato nel febbraio 2014, è entrato in vigore il successivo 22 settembre, data a partire dalla quale hanno iniziato ad essere scambiate sul mercato contratti regolati dalle definizioni aggiornate, c.d. *CDS2014*, in aggiunta ai contratti regolati dalle precedenti definizioni del 2003, c.d. *CDS2003*. Come si legge nel *News release ISDA - August 21, 2014*, <<By adhering to the Protocol, market participants agree to amend transactions within the scope of the Protocol with all other adhering parties to incorporate the 2014 Definitions into the documentation for those transactions in place of the 2003 Definitions>>.

<sup>43</sup> Nel documento dell'ISDA si legge, per l'appunto, <<Sovereign CDS asset package delivery for CDS contracts on sovereign reference entities: introduces the ability to settle a credit event by delivery of assets into which sovereign debt is converted>>.

“standard” di obbligazioni di riferimento che diventino il *benchmark* di mercato per operazioni simili sul mercato dei derivati di credito<sup>44</sup>.

Resta inteso che le nuove definizioni si applicheranno sulle nuove operazioni in derivati di credito grazie all'apposita dichiarazione di applicabilità inserita dalle parti nella documentazione dell'operazione (*Schedule* o *Confirmation*), ovvero, per le operazioni già esistenti, qualora le parti decidano concordemente di modificare le operazioni tramite negoziazione bilaterale ovvero grazie all'adesione ad un apposito protocollo che sarà implementato e diffuso sul punto dall'ISDA.

I nuovi termini contrattuali sono rivolti a garantire all'acquirente un maggiore livello di protezione rispetto allo schema previgente, che in quanto tale richiede un costo e quindi un prezzo, per chi acquista, più elevato.

Per gli aspetti che qui interessano, i contratti CDS2014 prevedono alcuni ulteriori cambiamenti in merito alla presenza o meno di un *credit event* al verificarsi di un'eventuale uscita dall'area euro di uno degli Stati membri.

Rispetto a tale evenienza, le nuove definizioni ravvisano l'esistenza di un *credit event* solo se l'uscita dall'Eurozona si accompagnasse ad una riduzione dell'ammontare di interessi o capitale dovuto sui titoli di debito, tenuto appropriatamente conto del tasso di cambio a cui sarebbero ufficialmente convertiti gli ammontari dovuti<sup>45</sup>. L'intervento del governo è quindi un utile complemento per la ristrutturazione e fornisce certezza ai partecipanti al mercato quando le autorità assumono determinate decisioni di *bail-in* in materia di istituzioni finanziarie, tenuto conto, tra l'altro, che la nuova legislazione

<sup>44</sup> Come precisato dall'ISDA, si tratta, nello specifico, di <<Standard reference obligation: allows for the adoption of a standardized reference obligation across all market-standard CDS contracts on the same reference entity and seniority level>>.

<sup>45</sup> Dal News Release dell'ISDA, 21 febbraio 2014, cit., si apprende che <<Bail-in/financial terms for credit default swap (CDS) contracts on financial reference entities: incorporates a new credit event triggered by a government-initiated bail-in and a provision for delivery of the proceeds of bailed-in debt or a restructured reference obligation, and more delineation between senior and subordinated CDS>>.

europea in materia di risoluzione ordinata delle crisi bancarie ha facilitato questi tipi di intervento che non erano espressamente previsti sotto le previgenti *Definitions* di *Restructuring Credit Event*.

Ai sensi delle nuove definizioni, un *trigger event* di natura governativa include l'annuncio di modifiche vincolanti delle condizioni contrattuali di un'obbligazione della referency entity quando hanno ad oggetto: <<*a reduction or postponement of principal or interest or further subordination of the Obligation, an expropriation, transfer or other event which mandatorily changes the beneficial holder of the Obligation, or a mandatory cancellation, conversion or exchange of the Reference Entity's Obligations*>>

Tuttavia, mentre *Government Intervention* e *Restructuring* in una certa misura si sovrappongono, vi sono differenze notevoli tra i due eventi di credito. È importante sottolineare che un *Government Intervention Credit Event* può essere attivato indipendentemente dal fatto che vi sia stato un deterioramento del merito di credito del soggetto di riferimento e, anche se questo tipo di *credit event* non sia espressamente previsto dai termini dell'obbligazione.

La percezione di una maggiore protezione offerta dai contratti *CDS2014* è principalmente imputabile all'introduzione del concetto di "*Asset Package Delivery*", volto ad ovviare a situazioni in cui l'effettivo indennizzo ricevuto dai soggetti che avevano comprato protezione tramite contratti *CDSs* (c.d. "valore di recupero") non era stato in linea con le perdite sofferte dagli investitori in titoli di debito del medesimo emittente. Tali situazioni si generano quando diviene impossibile determinare le perdite secondo il metodo classico, che adotta il prezzo di mercato di altri titoli dello stesso emittente e della stessa tipologia, e si è forzati a riferirsi ad un'altra categoria di titoli, di fatto implicando indennizzi ben inferiori alle perdite effettivamente sofferte.

Infine, il "**CoCo Supplement to the 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions**" (pubblicato il 15 settembre 2014), consente alle parti di ampliare il campo di

applicazione di eventi attivati da un intervento governativo. Tra le ipotesi più ricorrenti vi è l'azione o anche solo l'annuncio ufficiale di un governo rivolto a introdurre modifiche vincolanti in relazione a determinati obblighi di restituzione del prestito. In particolare, si segnalano: (i) una riduzione permanente o temporanea della quantità di capitale pagabile al rimborso; (ii) una conversione del capitale in azioni o in un altro strumento, se il coefficiente patrimoniale specificato scende al di sotto di un certo livello.

Le parti possono specificare un "*trigger* percentuale" per determinare quali "CoCo bond" potranno beneficiare; si ricorrerà, invece, ad un *fallback*, se non è specificata alcuna percentuale *trigger*.

### 3. La disciplina del contratto di CDS nell'ordinamento italiano

Da un punto di vista giuridico, la struttura di un CDS è piuttosto semplice ma determina l'insorgenza di una serie di problematiche che coinvolgono gli elementi essenziali del contratto nonché l'ammissibilità e l'introducibilità dello stesso nel nostro ordinamento.

Ad oggi non esiste ancora una dottrina che ne delinei specificamente le strutture tipiche e le possibili applicazioni pratiche. Premessa la provenienza anglosassone del contratto di CDS e dimostrata in dottrina la non riconducibilità della sua struttura alle fattispecie contrattuali proprie del codice civile, si è ritenuto opportuno analizzare a quale disciplina tale strumento possa essere assoggettabile.

In virtù anche di quanto sin'ora esposto, si evidenzia come il CDS configuri un'ipotesi di contratto innominato e atipico. Il codice civile ex art. 1322, comma 2, c.c. prevede che le parti possano concludere contratti atipici, purché questi realizzino interessi meritevoli di tutela alla luce dell'ordinamento; per causa meritevole di tutela, si intende ex art. 1343 c.c. quella la cui funzione tipica non sia contraria alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume. Sotto questo

profilo, si deve ammettere la tutelabilità da parte del nostro ordinamento dei CDSs e la conseguente applicabilità ad essi delle norme generali sul contratto ex art. 1323 c.c.<sup>46</sup>:

1) se la causa del contratto di CDS si rinviene nell'assunzione del rischio del deterioramento del profilo creditizio del *reference entity* da parte del *protection buyer* ;

2) se mediante ciò si ottiene una redistribuzione del rischio di credito;

3) se l'utilità sociale che si vuole perseguire tramite questa re-distribuzione del rischio di credito consiste nel rendere più efficienti i mercati finanziari e con ciò neutralizzare, almeno parzialmente, i rischi finanziari;

4) se questa funzione non è contraria alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume.

Oggetto del contratto è il rischio di deterioramento del profilo creditizio della *reference entity*; l'obbligazione fondamentale del *protection seller* è, dunque, quella di sopportare il rischio di *credit event*.

Incombendo incertezza su una delle prestazioni, l'assunzione di un'alea assurge a causa del contratto, qualificandolo, ai fini del nostro ordinamento, quale contratto aleatorio. Tale qualificazione ha come conseguenza principale l'applicazione alla fattispecie in esame dell'art. 1469 c.c. che esclude la risoluzione per eccessiva onerosità, nonché dell'art. 1448, comma 4, c.c. che esclude la rescissione per lesione, in quanto non vi è nessuna iniziale corrispondenza economica da tutelare come nei contratti commutativi.

Le condizioni in base alle quali viene concluso un contratto di CDS sono influenzate dallo *standing* creditizio del *protection seller*. Costituendo, quindi, la scelta della parte con cui negoziare uno degli elementi essenziali del CDS, risulta palese che ci si trovi in presenza di un contratto *intuitu personae*, con la

<sup>46</sup> In tal senso v. N. Grieco, I credit derivatives: *profili generali*, pubblicato su [www.tidona.com](http://www.tidona.com), 3 febbraio 2003, 1.

conseguenza che, nel nostro ordinamento, la posizione del *protection seller* risulta incedibile (fatto salvo diverso accordo delle parti)<sup>47</sup>.

Per quando riguarda la forma, rifacendosi alla prassi contrattuale, appare evidente che per i CDSs non sono previste particolari forme né *ad substantiam* né *ad probationem*. Per la conclusione degli stessi vigono le regole generali proprie dei contratti consensuali, ovvero essi si concludono nel momento in cui chi ha formulato la proposta viene a conoscenza della altrui accettazione ex art. 1326 c.c.

Il CDS è un contratto a prestazioni corrispettive; sorge in capo al *protection buyer* l'obbligo di pagare il premio e in capo al *protection seller* l'obbligo di un *pati*; ne consegue che l'eventuale mancanza nell'obbligazione di pagare il premio determina vizio genetico del sinallagma e conseguente nullità del contratto a effetti obbligatori.

Si noti, infine, che il CDS è un contratto ad esecuzione differita rispetto al tempo della sua perfezione.

#### **4. Vendite allo scoperto e *naked credit default swap*: "armi a doppio taglio"**

La vendita allo scoperto (*short selling*) è una operazione con la quale un soggetto vende un titolo che non possiede con l'intenzione di riacquistare un titolo identico in un momento successivo per essere in grado di consegnarlo al compratore. Si distingue in due tipi: la vendita allo scoperto con provvista di titoli garantita (*covered short selling*), nella quale il venditore ha preso accordi per poter prendere a prestito i titoli prima della vendita, e la vendita allo scoperto senza provvista di titoli garantita (*uncovered o naked*), nella quale il venditore non ha preso a prestito i titoli al momento della vendita allo scoperto<sup>48</sup>. Oltre alla

<sup>47</sup> Così ancora N. Grieco, *I credit derivatives*, cit., 2. In senso conforme si veda pure N. Instefjord, *Risk and hedging: Do credit derivatives increase bank risk?*, in *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29(2), 333

<sup>48</sup> Una descrizione particolareggiata delle caratteristiche dello *short selling* e delle opzioni



vendita allo scoperto sui mercati a pronti, si può arrivare ad una posizione corta netta anche attraverso l'uso di derivati, sia che vengano negoziati nei mercati regolamentati che *over the counter*.

Questa pratica, a partire da metà settembre del 2008, è stata in diverse fasi limitata sui principali mercati finanziari perché accusata di contribuire a far crollare i prezzi dei titoli. Il divieto deciso dalle *authority* è stato, a sua volta, criticato per il fatto di inibire, proprio in una fase particolarmente critica, un'importante fonte di attività dei mercati<sup>49</sup>. In condizioni normali, la pratica dello *short selling* contribuisce al buon funzionamento degli scambi di borsa, in termini sia di liquidità sia di contrasto a fenomeni di eccessiva volatilità delle quotazioni<sup>50</sup>.

Quanto alle obbligazioni sovrane una strategia di natura speculativa consiste nel comprare *credit default swap* di un Paese dell'euro puntando ad allargare gli *spread* e, per questa via, ad influenzare il mercato dei titoli sottostanti<sup>51</sup>.

D'altro canto, oltre alle vendite allo scoperto sui mercati a pronti, anche le operazioni sui CDSs possono essere utilizzate per garantire una posizione economica corta (cioè ribassista)<sup>52</sup>: se l'acquisto di un CDS avente finalità di

---

regolamentari sottese alla disciplina di questo fenomeno, è proposta da Consob, *Position Paper in tema di short selling*, pubblicato il 27 maggio 2009 e disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>49</sup> Per un'analisi comparata delle misure restrittive adottate nei principali Paesi sia consentito rinviare a L. Scipione, *La crociata dei market regulators contro lo "short selling". Alcune riflessioni sui possibili interventi di vigilanza a difesa dei mercati e degli investitori*, in *Innovazione e diritto*, 2010, 4, 57 ss.

<sup>50</sup> Sui rischi associati alle vendite allo scoperto, quali il rischio di sviluppi disordinati del mercato, di abusi di mercato e di mancato regolamento, si veda la «*Commission public consultation on short selling – Eurosystem reply*», del 5 agosto 2010 (di seguito il «contributo dell'Eurosistema del 2010»), 5, accessibile sul sito [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).

<sup>51</sup> Finora, l'unico caso di *default* di uno Stato sovrano che ha dato luogo ad un *credit event* si è avuto nel 2008, quando l'Ecuador si rifiutò di pagare 31 milioni di dollari di cedole sulle obbligazioni in scadenza. In quella occasione, l'ISDA applicò per la prima volta il protocollo introdotto nel 2003 per la liquidazione dei CDSs emessi su titoli di uno Stato insolvente.

<sup>52</sup> Se infatti si assume una posizione "*long CDS*" il rischio che si corre è relativo soltanto al premio pagato ed è paragonabile a qualsiasi profilo "*long option*" con un utile a scadenza potenzialmente illimitato e una perdita massima limitata al solo premio. Una posizione "*short CDS*", potenzialmente più pericolosa della *long* (si tratta pur sempre di una posizione *short*

copertura si avvicina funzionalmente al contratto assicurativo, l'acquisto di uno *naked* (cioè di un CDS senza avere la disponibilità del titolo di debito sottostante) rappresenta il modo più semplice per assumere una posizione *short* sul rischio di credito, alternativo alla vendita allo scoperto dei corrispondenti titoli obbligazionari<sup>53</sup>.

In dottrina si assiste ad una netta contrapposizione tra chi, da un lato, sostiene che i "naked CDSs" dovrebbero essere vietati a titolo definitivo, dato che incrementano la volatilità e rendono i *default* più probabili; e chi, dall'altro, ritiene che una loro presenza rende i mercati più completi, garantisce una migliore aggregazione delle informazioni ed una maggiore liquidità del mercato obbligazionario, rendendo in generale più facile l'emissione di titoli di debito.

È evidente, peraltro, che la presunta tossicità di questi titoli non è assolutamente superiore a quella che si originerebbe prendendo in carico una posizione corrispondente sul mercato azionario o obbligazionario<sup>54</sup>. Più in generale, è interessante osservare che una posizione "corta" su un titolo può essere sinteticamente definita come una posizione il cui valore aumenta quando il prezzo del titolo sottostante si riduce. In realtà l'acquisto di CDS nudi vanta diversi "sucedanei" essendo solo una delle diverse modalità operative per assumere una posizione ribassista sul debito degli Stati. Si pensi ad una vendita allo scoperto (assistita da un prestito titoli oppure no); ovvero ricorrendo alla

---

*option*), in realtà è assai meno rischiosa di una posizione che esprima la medesima *view* di mercato perseguita con altri strumenti. Chi vende allo scoperto CDSs, infatti, esprime una visione positiva su un emittente e in caso di andamento contrario, di *default* cioè, dovrà sopportare, al netto del premio incassato, una perdita pari a 100 – valore residuale del bond defaultato. Per un'analisi più puntuale in relazione a tali aspetti si veda P. Tradati, *Credit default swaps. Caratteristiche contrattuali, procedure gestionali e strategie operative*, Milano, 2011, 157 ss.

<sup>53</sup> Si vedano, in proposito, le osservazioni di A. Fontana, *The persistent negative CDS-bond basis during the 2007/2008 financial crisis*, mimeo, 2010; A. Fontana, M. Scheicher, *An analysis of the euro area sovereign CDS and their relation with government bonds*, working paper Banca Centrale Europea, 2010.

<sup>54</sup> Acquistare un CDS senza detenere un interesse assicurabile sottostante, da un punto di vista economico equivale a vendere allo scoperto un'obbligazione, in quanto l'acquirente otterrà un beneficio in caso di aumento del prezzo del CDS.

vendita di un contratto *future*; oppure ancora all'acquisto di un'opzione *put* o alla vendita di un'opzione *call*. Va da sé, di conseguenza, il divieto di assumere una posizione corta ricorrendo al *naked short selling* è destinato ad essere facilmente aggirato: sarà sufficiente sostituirlo con altre forme tecniche in grado di porre l'operatore nelle medesime condizioni<sup>55</sup>.

Una soluzione al problema consisterebbe, piuttosto, nell'introdurre qualche disposizione di buon senso volta a rendere gli scambi meno anarchici. I veicoli normativi per arrivare alla meta sono già stati individuati: e sono i regolamenti sulle controparti centrali e lo *short selling*<sup>56</sup>.

Il problema di fondo, però, resta sempre lo stesso: la pratica dello *short selling* può aumentare la volatilità e le reazioni recessive del mercato. Questa preoccupazione si amplifica notevolmente quando si è in presenza di "CDSs nudi".

## 5. La valenza "segnaletica" dei CDSs

I *credit default swaps* sono considerati dagli operatori del settore strumenti di "interpretazione del mercato" che si sono dimostrati nel tempo sempre più utili alla comprensione delle dinamiche del mondo obbligazionario. Importanti studi empirici sull'argomento sono giunti a dimostrare che è possibile evidenziare le

<sup>55</sup> Cfr. F. Vella, *Il rischio: questo sconosciuto*, in AGE, 2009, 1, 161 ss.; M. Rescigno, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in AGE, 2009, 1, 145 ss. D'altra parte, come l'evidenza empirica ha rivelato, i CDS possono rappresentare uno strumento più efficiente e immediato per assumere posizioni corte sul rischio di credito rispetto alla vendita allo scoperto di titoli obbligazionari. Su questi aspetti cfr. V. Coudert, M. Gex, *Credit Default Swap and Bond Markets: Which Leads the Other?*, working paper Banca di Francia, 2010; A. Ashcraft, J. Santos, *Has the CDS Market Lowered the Cost of Corporate Debt?*, in *Journal of Monetary Economics*, 2009; Banca Centrale Europea, *Credit Default Swap and Counterparty Risk*, 2009; R. Blanco, S. Brennan, I. Marsh, *An Empirical Analysis of the Dynamic Relation Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps*, in *Journal of Finance*, 2005; P. Bolton, M. Oehmke, *Credit Default Swap and the Empty Creditor Problem*, mimeo, 2010.

<sup>56</sup> In proposito si veda A. Olivieri, *Credito in pressing sulla UE per cambiare le regole sui CDS*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 luglio 2011; Id., *Regolare i CDS per porre freno agli speculatori*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2011, 12.

aspettative implicite della probabilità di *default* della *reference entity* – dunque capire quanto si rischia acquistando un *bond* – a partire dalle quotazioni di mercato dei CDSs.

Le contrattazioni sul mercato secondario dei titoli pubblici e su quello dei derivati ai primi collegati forniscono informazioni utili sulla affidabilità degli emittenti; spesso, tali valutazioni sono più tempestive di quelle fornite dalle agenzie di *rating*, tant'è che possono costituire un valido strumento se impiegate dai *policy makers* per individuare situazioni critiche e strategie di intervento mirate<sup>57</sup>.

Attraverso questo tipo di informazioni è, infatti, possibile costruire una valutazione indipendente sullo stato di salute di un'impresa o di uno Stato, in tempo reale e svincolata da qualsiasi inefficienza tipica del mercato del *rating*, i cui giudizi risultano di regola statici e tardivi.

Il rapporto tra i pagamenti corrisposti nell'anno dal compratore di protezione e il valore nozionale è definito "CDS spread" e rappresenta una misura della rischiosità del soggetto di riferimento, come percepita dal mercato<sup>58</sup>. La

<sup>57</sup> Quando, però, come è accaduto, la revisione del *rating* di uno Stato passa per un'analisi del mercato dei CDSs, si supera probabilmente il limite. Le ridotte dimensioni e la ridotta trasparenza dei mercati dei CDSs rischiano infatti di falsare il "sentiment" dei mercati.

<sup>58</sup> Non è necessario attendere che un Paese fallisca per subire un attacco speculativo. È sufficiente che vi sia la consapevolezza delle difficoltà che sta vivendo. Quando dipende solo dal rischio di credito (a sua volta funzione della probabilità di *default* e della perdita attesa, dato il *default*) il "CDS spread" e il "bond spread" (differenza tra il rendimento dei *bond* emessi dall'entità di riferimento ed un *benchmark* assunto come *risk-free*) devono essere approssimativamente uguali. Esiste una relazione lineare tra i due *spread*. La differenza, definita come *default swap basis*, è positiva quando c'è un premio di rischio ( $\text{CDS spread} > \text{bond spread}$ ). In tal senso, il vantaggio di un CDS rispetto al *rating* è che il CDS "quantifica" il rischio e consente di aggiungerlo ai tassi di interesse. Un ampliamento degli *spread* tra CDSs e obbligazioni può riflettere un deterioramento della qualità del credito dell'emittente obbligazionario, ma anche rischi di natura diversa connessi alla scadenza di una obbligazione (se vi è uno squilibrio in termini di struttura delle scadenze tra attività – concentrate sul lungo termine – e passività – concentrate sul breve –) o alla valuta in cui è espresso il titolo di debito (quando le passività sono denominate principalmente in valuta estera, mentre le attività sono in valuta interna, un cambiamento repentino nel valore nominale e reale della valuta interna può generare forti perdite). Se le entità di riferimento assolvono i loro obblighi contrattuali, i CDSs sono un gioco a somma zero: ciò che il venditore perde, viene guadagnato dall'acquirente. Il "rischio della controparte" altera questa

letteratura economica ha ampiamente enfatizzato questo profilo, soprattutto in riferimento al settore *corporate*, osservando che, in generale, i CDSs rivestono un ruolo di *leader* nel processo di *price discovery*. Le variazioni dei prezzi di tali derivati, infatti, anticipano quelle degli *spread* obbligazionari<sup>59</sup>, svolgendo una funzione di garanzia riguardo alla capacità del debitore di far fronte ai propri obblighi. In quest'accezione, dunque, i CDSs costituiscono una delle migliori fonti di conoscenza<sup>60</sup>, poiché rendono più facile esprimere un'opinione sul rischio di credito di banche, imprese e Paesi emittenti.

Essendo quello dei *credit default swaps* un mercato OTC e come tale carente di trasparenza *pre* e *post trade*, l'aumento delle quotazioni vengono percepite dagli operatori (sia del mercato dei CDSs che dell'obbligazionario) come incremento della "default probability" anziché come semplice aumento del "premio al rischio", ingenerando una serie di reazioni a catena che chiudono il quadro dell'attacco speculativo.

Queste conclusioni sono suffragate dall'ulteriore constatazione secondo cui la natura di "swap" del CDS, che comporta uno scambio di flussi di cassa tra le controparti, rende la sua valutazione e quindi il suo prezzo di mercato parzialmente immune dalle variazioni dei tassi di interesse. Il CDS è, quindi,

simmetria.

<sup>59</sup> Per tutti, cfr. R. Blanco, S. Brennan e I.W. Marsh, *An empirical analysis of the dynamic relation between investment-grade bonds and credit default swaps*, in *The Journal of Finance*, 60(5), 2005, 2255 ss. Nel caso degli emittenti sovrani, invece, i risultati della letteratura sulla relazione fra CDSs e *spread* obbligazionari non sono sempre univoci.

<sup>60</sup> Ne deriva, pertanto, che la c.d. "default probability" implicita assurge a indicatore fondamentale per il monitoraggio del rischio di *default* associato ad un emittente, in quanto incorpora tutta l'informazione disponibile sul mercato riguardo alla solidità finanziaria della *reference entity*. Il clamoroso caso del fallimento di Lehman Brothers ha dimostrato, a questo proposito, che, se opportunamente valutate e comunicate, le cosiddette "probabilità di *default*" delle obbligazioni sarebbero state, con mesi di anticipo, un indicatore affidabile della rischiosità della grande banca d'affari. Nel caso Lehman la probabilità di fallimento, analizzando la serie storica delle quotazioni dei CDSs, cominciava ad aumentare notevolmente già dalla fine di febbraio 2008, attestandosi intorno al 12% tra luglio e agosto dello stesso anno, per poi esplodere in prossimità del 15 settembre. Il mercato interbancario, dunque, già da mesi prima della data del fallimento, aveva lanciato tutti i segnali necessari sul reale stato di salute della banca e sull'affidabilità delle sue obbligazioni.

particolarmente adatto a dedurre la probabilità di fallimento a partire dalle quotazioni di mercato di uno strumento finanziario<sup>61</sup>.

Come è emerso nell'arco della crisi, il valore segnaletico dei CDSs assume maggiore significatività nel particolare comparto delle obbligazioni sovrane, dove l'obiettivo del *trading* è quello di sfruttare eventuali oscillazioni di mercato più che augurarsi/assicurarsi il *default* di uno Stato. Se il valore di scambio del *credit default swap* di un titolo di stato inizia a crescere vuol dire che il mercato compra assicurazioni contro un *default* di quel Paese. In altre parole, gli operatori spendono per cautelarsi poiché percepiscono un rischio più elevato.

## 6. I CDSs come acceleratori di instabilità finanziaria

La potenziale pericolosità dei derivati finanziari è ormai largamente condivisa ed il suo evidenziarsi ha posto sia a livello mondiale che europeo e dei singoli Stati, la impellente necessità di assicurare maggior trasparenza, governo e controllo di tali strumenti<sup>62</sup>.

Come brevemente enunciato nei paragrafi introduttivi, i CDSs hanno perso da anni la loro connotazione assicurativa: è infatti dal 2003-2004 che i volumi *over the counter* mossi dai *credit default swaps* hanno superato il quantitativo dei *bond* sul mercato. È da allora che il CDS da prodotto "assicurativo" si è trasformato in

<sup>61</sup> Fornire una rappresentazione più accurata della relazione teorica tra i prezzi delle obbligazioni e CDS richiederebbe di considerare l'effetto di un gran numero di fattori che influiscono sulle obbligazioni e sui prezzi dei CDS. Su questi profili si rinvia, tra gli altri, agli studi di D. Avino e J. Cotter, *Sovereign and bank CDS spreads: two sides of the same coin for European bank default predictability?*, in *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Elsevier, vol. 32(C), 2013, 72 ss.; A. Fontana e M. Scheicher, *An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds*, BCE Working Paper series no 1271/december 2010; N. Garleanu e L.H. Pedersen, *Margin-based asset pricing and deviations from the law of one price*, in *Review of Financial Studies*, 24(6), 2011, 1980 ss.

<sup>62</sup> Per una disamina critica degli interventi intrapresi per fronteggiare la crisi si vedano F. Capriglione, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Padova, 2009, 57 ss.; e soprattutto M. Rispoli Farina, *La crisi dei mercati finanziari e la riforma dei sistemi di vigilanza. Europa ed Usa in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive effettive di riforma*, in *Studi in onore di Francesco Capriglione*, II, Padova, 2010, 1211 ss.

puro derivato.

Dal momento che i CDSs coprono il valore nominale del titolo, il pagamento finale risulta dalla differenza tra il valore nominale di origine e il valore di recupero. Nella prospettiva dei detentori di CDSs, minori sono i valori di recupero, maggiori sono le perdite e la massimizzazione dei loro guadagni speculativi<sup>63</sup>.

I possibili effetti distorsivi derivanti dall'uso a fini speculativi dei CDSs possono ricondursi principalmente a due fattispecie:

1) *in primis*, la moltiplicazione delle coperture su uno stesso sinistro con il rischio di manovre protese all'inadempimento in quanto il *default* può procurare benefici maggiori dell'adempimento fisiologico

2) *in secundis*, la negoziabilità di *naked* CDSs (senza posizione effettiva da ricoprire) con effetti simili a quelli di cui al punto precedente.

Seppur con effetti meno destabilizzanti, rivelano altresì:

3) l'eventuale trasferimento del titolo in *default*, in caso di acquisto del credito mediante *delivery settlement* sul titolo, in grado di creare, per i CDSs di valore eccedente l'esposizione debitoria effettiva, una corsa rialzista di un titolo paradossalmente in *default* (caso *Dana Corporation*);

4) la negoziazione dei CDSs, secondo una dinamica *bid/ask*, capace di influenzare indirettamente l'andamento delle esposizioni garantite, suscettibili di

<sup>63</sup> A livello pratico, un primo schema speculativo potrebbe essere simile al seguente: vendita allo scoperto di titoli pubblici e acquisto di CDSs; la vendita dei titoli pubblici amplifica i rischi di insolvenza percepiti dagli operatori generando un aumento della domanda e delle quotazioni dei CDSs che, a loro volta, inducono un'ulteriore caduta del corso dei titoli pubblici; a questo punto, lo speculatore (gli speculatori) verosimilmente, venderanno i CDSs ad un prezzo più alto e riacquisteranno i titoli ad un prezzo più basso conseguendo un profitto doppio, sulla quotazione dei CDSs (nel frattempo aumentata) e su quella di *bonds*, acquistati ad un valore basso e rivendibili ad uno più alto, anche in ragione del fatto che la vendita dei derivati allenta la pressione al ribasso sulle obbligazioni con effetto positivo sul prezzo di rivendita.

Un altro schema speculativo, potrebbe essere attuato acquistando in grandi quantità CDSs "naked" a prezzi sempre più elevati, nel tentativo di innescare comportamenti imitativi da parte degli altri operatori (c.d. *herding behaviour*); questi infatti intenderebbero il "run" sui CDSs come segnale di un imminente *default* della *reference entity* e colti dal panico, ridurrebbero la loro esposizione sui relativi titoli (vendendoli) e/o aumenterebbero la copertura acquistando CDS. A questo punto, gli speculatori rivenderebbero i CDSs conseguendo un profitto.

deteriorarsi per effetto di una mera dialettica di prezzo e non già in dipendenza dell'effettivo deterioramento del merito creditizio della *reference entity*.

Più in generale, ai fini dell'individuazione puntuale del rischio sistemico associato, quindi, agli strumenti derivati, si consideri quanto sinteticamente segue: le due fondamentali componenti di rischio più o meno fisiologicamente associate allo strumento finanziario in sé – rischio di mercato e rischio di controparte – risultano moltiplicate, da un lato, dall'abnorme valore complessivo del mercato globale dei derivati e, dall'altro, dalla circostanza per cui la stragrande maggioranza di tali strumenti, come abbiamo visto, è fatta oggetto di negoziazioni condotte su piazze finanziarie opache e, almeno fino ad oggi, essenzialmente non regolamentate. Il risultato di questo effetto moltiplicativo è ciò che, almeno ai nostri fini, può essere considerato come il cosiddetto "rischio sistemico" associato ai prodotti derivati.

In tal senso, pare utile dare profondità a tali ultime notazioni fornendo un'immagine "plastica" del vero fattore determinante di tale rischio sistemico quando riferibile ai *credit default swaps*. La contropartita di profitti potenzialmente esorbitanti associati ai CDSs è, infatti, costituita dall'elevato rischio per la stabilità dei mercati finanziari. In primo luogo, perché i CDSs, permettendo di creare delle posizioni che rappresentano un multiplo del valore dell'attivo reale a cui fanno riferimento, aumentano in maniera esponenziale le perdite in caso di panico finanziario. Si assiste, in altri termini, ad una potenziale moltiplicazione *ad infinitum* delle protezioni dal rischio del credito di riferimento pur restando il credito ovviamente sempre il medesimo. Per giunta, la completa "correlazione" tra parte protetta e parte creditrice (dell'ente di riferimento debitore) combinata con la "reiterabilità" dell'acquisto (e/o della vendita) della protezione<sup>64</sup>, determina la scindibilità della copertura dal rischio di credito

<sup>64</sup> Il CDS a copertura dell'insolvenza dell'ente di riferimento può essere reiterato per un numero indeterminato di volte con contratti stipulati dallo stesso acquirente di protezione o anche da



rispetto alla titolarità del credito stesso<sup>65</sup>. Sono queste caratteristiche specifiche del *credit default swap* che lo rendono intrinsecamente diverso dai due contratti tipici (di assicurazione e di fideiussione) al cui *genus* viene tradizionalmente ricondotto, a vantaggio di una potenziale contiguità con la scommessa<sup>66</sup>.

Sicché, <<se poi il rischio si materializza nell'evento (il *credit event*), come gli acquirenti di protezione scorrelati dal debitore (ente di riferimento) si aspettano (e sperano), l'importo totale degli indennizzi dovuti ai sensi di tutte le protezioni accordate sarà di entità del tutto sproporzionata alle dimensioni del danno effettivamente verificatosi (l'inadempienza del debitore di riferimento) con potenziali gravi danni anche per il mercato nel suo insieme>><sup>67</sup>.

Secondariamente, perché i CDSs e il meccanismo assicurativo che sottostà ad essi creano soltanto l'illusione di diminuire questo rischio. In realtà, infatti, le perdite risultanti da un *default* si trasferiscono all'entità che ha venduto la protezione sotto forma di CDSs. Vale a dire che i guadagni di un CDS dipendono direttamente dalla capacità delle entità che vendono queste protezioni di rispettare i loro impegni. Ma come la vicenda del colosso assicurativo AIG ha dimostrato, in caso di panico finanziario questo schema non si verifica.

In terzo luogo, il legame tra i CDSs e la dichiarazione di evento relativo al credito o il *default* incentiva comportamenti fraudolenti che conducono al crollo delle entità o dei Paesi ai quali tali strumento fanno riferimento. Nel settore dei

---

altre parti che non hanno alcun credito nei confronti dell'ente di riferimento.

<sup>65</sup> Si tenga presente che con il CDS la parte interessata può acquisire la copertura dall'insolvenza di una parte terza ("ente di riferimento") indipendentemente da una perdita propria e, pertanto, anche senza vantare alcun credito nei suoi confronti.

<sup>66</sup> Cfr. in particolare C. Rucellai, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in *Giur. comm.*, 3, 2012, I, 376; F. Vitelli, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, 147; F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 430 ss.; U. Violante, *Profili giuridici del mercato dei crediti in sofferenza*, Bari, 2012, 49 s.; E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 652 ss.; R. Tarolli, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Riv. dir. banc.*, 2009, 7 ss.

<sup>67</sup> Così C. Rucellai, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, cit., 378.

CDSs, non solo è nato il fenomeno degli «empty creditor»<sup>68</sup>, venuto alla ribalta in occasione della crisi greca<sup>69</sup>, ma si è anche attivato un circuito (non sarebbe corretto definirlo un mercato perché si tratta di transazioni *over the counter* in mano a pochi oligopolisti) in cui il prezzo della copertura del rischio di credito è slegato da quello implicito nelle quotazioni sul mercato dei titoli di riferimento, al quale sottrae di fatto liquidità: <<è come se le risorse dedicate alla copertura della ipotetica possibilità che un prenditore di denaro non sia in grado di onorare i suoi impegni a scadenza (tipico *trigger event* di un CDS) fossero in competizione con quelle da destinare al suo finanziamento>><sup>70</sup>.

Come si è già avuto modo di illustrare, l'acquisto massiccio dei CDSs spinge al rialzo il prezzo del derivato; il prezzo, nell'assumere un trend crescente, "trasmette" agli operatori finanziari il messaggio di un aumento della probabilità

<sup>68</sup> L'ampliamento di questo mercato ha creato una nuova classe di creditori, quella dei creditori "beneficiari" (*back-stop creditors*). Questi in caso di fallimento sono assicurati: diventano appunto beneficiari del *credit default swap* e rispondono pertanto ad incentivi diversi rispetto al resto dei creditori ordinari. L'incremento della diffusione dei CDSs, pertanto, ha un impatto su tutte le legislazioni fallimentari, in particolare quelle orientate al debitore o che privilegiano il mantenimento dell'attività aziendale rispetto alla vendita *ex abrupto* con liquidazione immediata degli *assets*. Questo perché, ovviamente, un creditore assicurato ha uno scarso interesse a negoziare un piano di ristrutturazione o ad estendere il riscadenziamento delle posizioni debitorie. Anzi può essere motivato a boicottare attivamente qualsiasi tentativo in tal senso. Come emerge da uno studio condotto da P. Bolton e M. Oehmke, *Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem*, in [rfs.oxfordjournals.org](http://rfs.oxfordjournals.org) at Columbia University Health Sciences Library on February 14, 2011, 1, <<It also significantly alters the debtor-creditor relation in the event of financial distress, as it partially or fully separates the creditor's control rights from his cash-flow rights. Legal scholars and financial analysts have raised concerns about the possible consequences of such a separation, arguing that CDS may create empty creditors – holders of debt and CDS – who no longer have an interest in the efficient continuation of the debtor, and who may push the debtor into inefficient bankruptcy or liquidation>>.

<sup>69</sup> Cfr. E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, cit., 653 ss.; P. Spada e M. Cossu, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 4, 405 s. Nel quadro di questo contesto degenerativo, spesso chi si tutela con l'acquisto del CDS spinge al fallimento del debitore per speculare ed incassare la prestazione con profitto spropositato (vedi Goldman Sachs che ha comprato i CDSs sulla Grecia e poi ha venduto al ribasso titoli di stato ellenici per far abbassare il *rating* e quindi arrivare successivamente alla fase terminale del giudizio di *default* per incassare la prestazione economica).

<sup>70</sup> Così V. Conti, *Rischio, regole, responsabilità: il sentiero stretto che ci consegna la crisi*, in *Bancaria*, n. 5/2012, 10.

di *default* dell'emittente del titolo a cui si riferisce il CDS. Il mancato possesso del titolo di debito da parte dello speculatore (nel caso dei CDSs nudi) suggerisce che l'operazione di acquisto di "assicurazioni" è finalizzata a "scommettere" sul fallimento dell'emittente del titolo, così da poter riscuotere l'indennizzo previsto dal derivato<sup>71</sup>.

Spesso non si tratta neppure di "evento" in senso tecnico: quando il *credit event* è il semplice *downgrading* del *rating* di credito si è addirittura di fronte non ad un "fatto", ma ad una mera opinione (della società di *rating*, le cui affidabilità, oggettività ed accuratezza sono state spesso messe in discussione di recente)<sup>72</sup>.

Né si tratta di evento "indipendente dalla volontà delle parti" perché quando il *protection buyer* scommette sul *default* relativo ad un debito sovrano di cui non possiede titoli in portafoglio, ed è fornito sia della necessaria "potenza di fuoco" finanziaria, sia degli opportuni incentivi economici (grazie alla leva finanziaria, dal *default* lucrerebbe cifre astronomiche), esso può provocare o agevolare l'evento sul quale ha scommesso<sup>73</sup>. Non si tratta allora di un rischio, ma... di una profezia che si autorealizza<sup>74</sup>.

<sup>71</sup> È importante, però, evitare confusioni tra un CDS *naked* e la vendita allo scoperto *naked* di titoli azionari. Infatti, mentre nel secondo caso i titoli azionari presi in prestito sono venduti, nell'ipotesi di un CDS *naked* non viene realizzata alcuna vendita.

<sup>72</sup> Sul punto E. Girino, *I contratti derivati*, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 2010, 141 s., riconosce l'arbitrarietà delle valutazioni di (variazione di) merito creditizio delle *reference entities*, che si traducono in *credit events*: «la decisione è di norma rimessa ad un soggetto giuridicamente distinto (*notification agent* o *calculation agent*), ancorché pur sempre appartenente al gruppo dell'emittente stesso e di regole investito di discrezionalità assoluta nello stabilire se un evento di credito abbia avuto luogo (...) e quindi nel decidere se farlo valere o meno nei confronti dei sottoscrittori finali».

<sup>73</sup> In buona sostanza, se molti investitori scommettono contemporaneamente sul calo di solvibilità di un Paese (ossia sulla sua capacità di rimborsare i titoli del debito sovrano alla loro scadenza) essi stessi finiscono, inesorabilmente, per concorrere a determinare quel medesimo scenario, cioè accentuando il rischio di credito associato a quel Paese.

<sup>74</sup> La bancarotta di Lehman Brothers viene spesso utilizzata quale strumento per mostrare come il mercato dei CDSs, quando utilizzato nella sua forma fisiologica (ossia per l'assicurazione dai rischi di credito), mostri un elevato livello di resilienza. Viceversa, la patologia subentra quando le informazioni presenti nel mercato dei CDSs, numerose ed estremamente volatili, vengono utilizzate per trarre profitti dalle difficoltà in cui una società (o uno Stato) possa trovarsi.

## 7. Sostenibilità del debito sovrano nell'Eurozona e titoli derivati

Il problema del debito sovrano continua ad agitare vecchi spettri e a sollevare antiche paure. A detta di autorevoli osservatori i CDSs sul debito sovrano sono in grado di fomentare la speculazione e accrescere i rischi di insolvenza degli Stati. Un giorno la storia potrebbe ricordare il fantasma dei CDSs come il cavallo di Troia che rischiò seriamente di far cadere molte città-stato dell'economia reale.

L'attività nel mercato CDSs sui titoli di Stato dei Paesi sviluppati si è sensibilmente intensificata allorché gli investitori hanno adeguato la propria esposizione al rischio sovrano. I CDSs riferiti a soggetti sovrani – che hanno tratto notevole vantaggio dalla standardizzazione delle forme e delle definizioni contrattuali nel 1998 e 1999, nonché dalla ordinata esecuzione in occasione di recenti episodi di inadempienza – sono considerati i derivati creditizi più liquidi nei mercati emergenti. Proprio in virtù di tali caratteristiche, questi strumenti ben si prestano a integrare i mercati delle attività sovrane sottostanti e ad accrescerne l'efficienza<sup>75</sup>.

A cavallo tra il 2010 e il 2011, le apprensioni per la difficile situazione di bilancio della Grecia<sup>76</sup>, seguite a breve da analoghe tensioni relative ai debiti

<sup>75</sup> Si tratta, con tutta evidenza, di un fenomeno relativamente recente, probabilmente legato alla crescita delle esigenze di copertura emerse con il forte deterioramento dei conti pubblici nei principali Paesi avanzati ed emergenti come dimostra la corposa letteratura di matrice economica. Sul tema, *ex multis*, cfr. R.M. Stulz, *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2010; Y. Che, S. Rajiv, *Economic Consequences of Speculative Side Bets: The Case of Naked Credit Default Swaps*, mimeo, 2010; British Bankers' Association, *Credit Derivatives Report 2002*, settembre 2002; R. Cantor e F. Packer, *Sovereign Credit Ratings, Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, giugno 1995; Dresdner Kleinwort Wasserstein Research, *Credit Default Swaps: a Product Overview*, settembre 2002; Fitch Ratings, *Global Credit Derivatives: a Qualified Success*, 24 settembre 2003; J. Hull, M. Predescu e A. White, *The Relationship between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields and Credit Rating Announcements*, University of Toronto Working Paper, ottobre 2003; J.P. Morgan, *Emerging Market Credit Derivatives*, novembre 2001; D. Xu e C. Wilder, *Emerging Market Credit Derivatives: Market Overview, Product Analyses, and Applications*, Deutsche Bank Global Markets Research, maggio 2003; H. Zhu, *An Empirical Comparison of Credit spreads Between the Bond Market and the CDS Market*, Banca dei Regolamenti Internazionali, ined., settembre 2003.

<sup>76</sup> Il caso del *default* della Grecia, ancor oggi alla ribalta, sembrerebbe ipotizzare una ipotesi di vera e propria falsificazione di bilancio statale attuata (attraverso il *make up* del debito sovrano)

dell'Irlanda, del Portogallo, della Spagna, e infine anche dell'Italia<sup>77</sup> ("PIIGS"), hanno spinto le Istituzioni europee ad interrogarsi sulla sopravvivenza dell'Eurozona<sup>78</sup>. I rischi legati ad una reversibilità dell'euro hanno generato circoli viziosi di amplificazione della percezione del "rischio-paese"; il che si è riflesso in un ampliamento significativo degli *spreads* creditizi sulle obbligazioni sovrane e sui CDSs loro riferiti, con un conseguente deciso rialzo delle quotazioni dei contratti (quando aumenta la percezione del rischio di un emittente ovviamente aumenta il prezzo per acquistare protezione rispetto a quel rischio)<sup>79</sup>. Sono altresì aumentati i differenziali di credito relativi tra gli stessi emittenti sovrani dell'area dell'euro<sup>80</sup>.

Questa prospettiva è parsa a lungo tutt'altro che teorica, testimoniata nella fase più acuta della crisi – seppur con discontinuità a volte difficili da comprendere sul piano strettamente tecnico – dai differenziali tra i rendimenti dei *bund* tedeschi e quelli dei titoli di debito emessi dai Paesi meno virtuosi e,

---

proprio grazie all'utilizzo di alcuni derivati complessi (*cross-currency swaps*), che hanno consentito al Paese di convertire in euro le sue emissioni obbligazionarie in dollari e yen.

<sup>77</sup> L. Zingales, *Raccolta di capitali e livello di valori. Perché i CDS aiutano le banche in difficoltà*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 febbraio 2010.

<sup>78</sup> La robustezza dell'Eurozona è percepita, infatti, come dipendente dalla stabilità del suo membro più fragile (in quanto "anello debole" del sistema). Le difficoltà di un Paese nel far fronte ai propri impegni in termini di servizio del debito, si ripercuoterebbero velocemente sui mercati dei titoli di tutti gli altri Stati membri, compresi quelli più forti, compromettendo la solidità stessa del sistema bancario europeo. Effetti psicologici (*herding behaviour*) e l'interdipendenza nel sistema bancario europeo sono alla base, quindi, del rischio di contagio.

<sup>79</sup> Che si è tradotto, pertanto, in un accrescimento dei costi di finanziamento degli Stati. Su questi aspetti cfr. G. Di Gaspare, *Anamorfosi dello "spread" (globalizzazione finanziaria, guerre valutarie e tassi di interesse dei debiti sovrani)*, in *Riv. dir. eco.*, 2, 2012, 299 ss.; H. Zhu, *An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market*, in *Journal of Financial Services Research*, 2006.

<sup>80</sup> Come è stato puntualmente illustrato da M. Cannata, *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, cit., 15, <<[I]e banche controparti di *swap* degli stati sovrani, per neutralizzare, o almeno mitigare, il rischio di credito emergente dall'esposizione positiva attesa delle posizioni, si trovavano pressate a ridurre tale esposizione; ciò può avvenire o riducendo l'impegno a sottoscrivere regolarmente le aste dei titoli di Stati nei momenti più critici (cioè quando mancavano investitori finali disponibili ad assorbire l'offerta e quindi i titoli sarebbero rimasti nel portafoglio delle banche), oppure attraverso l'acquisto di CDSs. Il problema fu che nel corso del 2011 la percezione del rischio dei PIIGS andò via via sempre crescendo, riflettendosi proprio sulle quotazioni dei CDSs e generando un circolo vizioso>>.

forse ancora più eloquentemente, dalle dinamiche dei differenziali tra le quotazioni dei titoli di Stato (*proxy* del rischio di credito *funded*) e quelle dei CDSs (pura copertura *unfunded*<sup>81</sup>) dei diversi Paesi dell'Eurozona. Il ricorso alla copertura con acquisto di CDSs ha rischiato quindi di produrre potenziali effetti negativi anche sul mercato primario e secondario dei titoli di Stato: l'esposizione in derivati si è sommata al portafoglio titoli dei sottoscrittori, limitando la capacità delle banche di assorbire ulteriormente titoli di Stato nella fase di emissione.

Al fine di evitare un evento di credito sui CDSs, le Istituzioni sovranazionali di concerto con il governo ellenico hanno optato per una ristrutturazione "volontaria" del debito greco a partire dal luglio 2011<sup>82</sup>. Hanno rafforzato questa strategia nel successivo mese di ottobre chiedendo una riduzione volontaria del

<sup>81</sup> Se nell'operazione di cartolarizzazione sintetica si utilizzano esclusivamente CDSs, allora la struttura che si configura è definita *unfunded* poiché non dà luogo a pagamenti iniziali a carico del *protection seller*. Viceversa, l'utilizzo delle *Credit-Linked Note* (CLN) può dare vita a strutture *totally* o *partially funded* in funzione, rispettivamente, dell'emissione di titoli pari al valore del *pool* di *asset* il cui rischio di credito si intende trasferire o di un volume di titoli inferiore al valore degli *underlying asset*. Le CLN sono derivati del credito *funded* poiché il *protection seller* deve sempre sostenere un esborso iniziale all'inizio dell'operazione; mentre nei contratti CDS il pagamento da parte del *protection seller* è solo eventuale.

<sup>82</sup> Per una sintesi di tale processo cfr. M. Gulati e J. Zettermeyer, *Making a Voluntary Greek Debt Exchange Work*, in *Capital Markets Law Journal*, 7(2), 2012, 169 ss.; Y. Quintin, *Alis...da in wonderland or greek tragedy? The dynamics of default credit swaps and the 'voluntary' Greek restructuring of 2011/2012*, in *Int'l Bus L.J.*, 2012, 277 ss.

Essendo l'esercizio della clausola di adesione obbligatoria limitata ai titoli sotto la giurisdizione ellenica, solo questi videro, in una prima fase, attivarsi la copertura dei CDSs relativi. L'esercizio dell'obbligatorietà dello *swap* per i creditori renitenti ha avuto una implicazione rilevante: il pagamento dei CDSs legati ai titoli di Atene. A seguito dei risultati dell'offerta di scambio volontaria e dell'attivazione delle *Collective Action Clauses* (CACs) per costringere un ulteriore 10% circa dei detentori mancanti ad aderire alla ristrutturazione del debito, i creditori privati hanno visto riconosciuto il diritto a chiedere il rimborso dei CDSs sul debito greco che li copriva dal rischio di bancarotta di Atene.

In sostanza l'organismo competente in merito all'attivazione dei derivati di copertura del rischio ha sentenziato che la ristrutturazione del debito ellenico non avesse la caratteristica della volontarietà (come, invece, a più riprese sostenuto dalle Istituzioni internazionali, protese a spingere l'ISDA a qualificare il processo di ristrutturazione come volontario, in guisa tale da evitare di far scattare i CDSs e ridurre di conseguenza l'instabilità dei mercati dei titoli sovrani), ma che si configurasse come un vero e proprio *default* sovrano. L'ISDA non avrebbe potuto decidere diversamente, pena la destabilizzazione definitiva del mercato dei CDSs.

50% del NPV per la parte di debito detenuta dai creditori privati. Nel 2012 la preoccupazione che l'attivazione dei CDSs sui titoli greci potesse alimentare un nuovo canale di contagio verso i Paesi della periferia dell'Eurozona<sup>83</sup>, ha indotto le autorità di settore ad assumere ulteriori provvedimenti in materia.

È interessante notare come, in questa fase di marcata instabilità dei mercati, l'ISDA, deputata a decidere in merito all'attivazione e al montante finale di compensazione di un CDSs, abbia adottato un atteggiamento ambivalente. In un primo momento ha ritenuto che le condizioni particolari in cui avveniva la ristrutturazione del debito greco e le garanzie offerte dal Fondo salva-Stati EFSF non integrassero nessuna delle fattispecie di "credit event" necessarie allo scatto dei risarcimenti sulle esposizioni nette in CDSs su tali titoli. Per motivare siffatta scelta, l'ISDA ha distinto fra il *default* dichiarato dalle agenzie e quello dichiarato dalle nazioni che, secondo l'Associazione, era il solo che potesse configurare il "credit event".

Soltanto in un momento successivo, per i timori legati a nuove incertezze che il suddetto distinguo tra "default degli Stati" e "default delle agenzie" rischiava di proiettare sui mercati, si è riconosciuto che la Grecia, applicando le Clausole di Azione Collettiva, avesse modificato i termini delle obbligazioni emesse dalla Repubblica Ellenica secondo la legge greca<sup>84</sup>. A detta dell'ISDA, si era, pertanto,

<sup>83</sup> Cfr. D. Oakley, *Greek CDS drama holds lessons for investors*, in *The Financial Times*, 19 March, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0997e7f4-71c4-11e1-b853-00144feab49a.html#axzz2DFC5Vows>, accessed 25 November 2012. Molti sostenevano che la ristrutturazione del debito sovrano della Grecia, avrebbe rotto un tabù, aprendo potenzialmente la porta ad una serie di ristrutturazioni del debito di altri governi sovrani e, quindi, avviando un nuovo ciclo di contagio, con conseguenti minacce alla stabilità del sistema finanziario dell'Eurozona. Fortunatamente la dichiarazione di un evento di credito nel marzo 2012 non ha creato la temuta agitazione nei mercati finanziari che le autorità del settore temevano.

<sup>84</sup> Sottolinea F. Villata, *Remarks on the 2012 Greek sovereign debt restructuring: between choice-of-law agreements and new eu rules on derivative instruments*, in *Riv. dir. inter. priv. proc.*, 3, 2011, 336, che se le obbligazioni fossero state sottoposte a legge ellenica, esse avrebbero avuto <<an original sin>> atteso che sarebbero potute essere ristrutturate con decisione unilaterale dal governo greco. Per un'analisi più dettagliata degli accadimenti in parola si rinvia, tra gli altri, a i contributi di S.J. Choi, G. Mitu Gulati e E.A. Posner, *Pricing terms in sovereign debt contracts: a*

verificato il “credit event” che faceva “scattare” il pagamento sui contratti di assicurazione contro il *default*.

Nel dibattito sulla crisi greca un elemento che è stato spesso evocato è quello relativo al ruolo giocato dalla speculazione. È d'uopo premettere che accusare la speculazione di essere la “causa” dei problemi della Grecia – e di alcuni altri Paesi dell'area dell'euro – è in parte fuorviante. I problemi derivano fondamentalmente da una situazione critica dei conti pubblici degli Stati, oltre ad altri problemi di natura strutturale

Studi autorevoli condotti sull'argomento sottolineano che, tra i principali fattori che determinano inefficienza nei mercati obbligazionari e dei CDSs sovrani, rilevante è l'impatto delle condizioni economiche e delle politiche locali attuate dagli Stati. È anche opportuno evidenziare come, sebbene entrambe le variabili in oggetto (*spread* e CDSs) siano indicatori della percezione, da parte del mercato, del merito creditizio dell'emittente sovrano (v. *supra* §. 5), i rispettivi valori sono determinati da flussi di domanda e offerta originati in due mercati molto diversi. La cosiddetta “CDS-bond basis” dei Paesi periferici, ad esempio, incorpora costantemente dinamiche di natura speculativa legate ai problemi dei governi nazionali<sup>85</sup>. Le condizioni economiche dei Paesi, inoltre, sembrano

---

*greek case study with implications for the European crisis resolution mechanism*, J.M. Olin Law & Economics Working paper, n. 541, febbraio 2011; N.L. Georgakopoulos, *Pyres, Haircuts, and CACs: Lessons from Greco-Multilateralism for creditors*, maggio 2012, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); M.Gulati e J. Zettelmeyr, *Making a voluntary greek debt exchange work*, 2012, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); A.C. Porzecanski, *Behind the Greek default and restructuring 2012*, dicembre 2012, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); F. Villata, *La ristrutturazione del debito pubblico greco del 2012: nuove prospettive per l'optio iuris*, in G. Adinolfi e M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano dei paesi dell'area euro*, Torino, 2013, 107 ss.

<sup>85</sup> Pertanto, come sottolinea, M. Cannata, *Approfondimento sui CDS della Repubblica Italiana*, Audizione avanti la Commissione Finanze della Camera dei Deputati nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati nella gestione del debito pubblico, 26 febbraio 2015, 7, <<[d]a queste considerazioni emerge che, ormai, le quotazioni dei CDSs non trascinano più come un tempo i livelli dei tassi dei titoli di Stato corrispondenti: *spread* e CDSs possono sì temporaneamente mostrare sfasature e disallineamenti, anche per il determinarsi di situazioni di arbitraggio che il mercato può sfruttare (pur se ormai solo a copertura dell'esposizione di credito), ma tali divaricazioni tendono a rientrare tanto più



essere preponderanti rispetto ad altri fattori, quali la liquidità del mercato dei CDSs. Gli *event-study analysis* riguardanti la ristrutturazione della Grecia, rivelano che anche l'esposizione degli altri Stati al debito greco passa in secondo piano se confrontata con le condizioni locali.

Per salvaguardare reputazione e sostenibilità dei propri sistemi bancari nazionali, gli Stati hanno visto incrementare il loro *sovereign credit risk* e, contestualmente, peggiorare quello delle loro principali istituzioni bancarie<sup>86</sup>. Questo è uno dei motivi che stanno alla base della crescente domanda di emissioni obbligazionarie *corporate*, in cui i differenziali di prezzo (*spread*) già includono i premi di rischio di *default* tratti dal mercato dei CDSs.

Corre l'obbligo di precisare che dalla mera analisi del mercato dei CDSs non si possono estrapolare *tout court* dati che consentono di modificare o anticipare le probabilità di *default* di uno Stato sovrano o di un'impresa<sup>87</sup>. L'indicazione che si può trarre dalla lettura degli andamenti del premio di un CDS deve essere, invece, "ponderata" con ulteriori elementi, tipo le valutazioni attribuite da agenzie di *rating*, oppure le statistiche delle variabili "fondamentali" dell'economia interna.

All'analisi quantitativa va affiancata, pertanto, un'analisi qualitativa ed interpretativa, relativa agli indicatori sociali e di *welfare state*, all'evoluzione ed

---

rapidamente quanto più efficiente è il mercato sottostante. Infine, la divergenza tra *spread* e CDSs, con un aumento di questi ultimi a fronte di una stabilità o una riduzione degli *spread*, può essere indicativa di una maggiore domanda per i titoli di Stato, e dunque di una situazione moderatamente positiva>>.

<sup>86</sup> I prezzi dei CDSs sovrani riflettono un *sovereign risk* crescente a causa di salvataggi, di coperture su *asset* tossici e di garanzie fornite ad aziende strategiche, garantite al fine di consentire a queste ultime di potersi indebitare senza dover subire riduzioni di credibilità.

<sup>87</sup> Sebbene i CDSs possano considerarsi un "barometro" utile per capire il rischio che si assume nell'effettuare un certo investimento – si spiega nel contributo *Credit default swap: effetti sull'Italia*, in *Gnosis*, 1/2009 – <<quando, invece, vengono assunti come indicatori su cui scommettere, né il dato aggregato del valore "nozionale" dei contratti CDSs, né il CDS *spread* (ossia il prezzo di un CDS) devono essere considerati rappresentativi della inaffidabilità di un Paese>>. Si aggiunga che <<in periodi di turbolenze finanziarie la componente emotiva è così forte nella stima del rischio di certi Paesi che, per alcuni di essi (come l'Italia) il rischio di *default* è ampiamente sopravvalutato. L'emotività del mercato genera un "extra-spread", dovuto semplicemente ai pregiudizi negativi verso certi Paesi (...) che fa sì che lo *spread* effettivo sia più elevato rispetto allo *spread* che un'analisi più obiettiva dei rischi potrebbe suggerire>>.

alla struttura dell'indebitamento, alla situazione del sistema finanziario interno e, soprattutto, alla valutazione della stabilità politica come indicatore della "coerenza temporale" delle politiche economiche annunciate. Ma questo, come si è già sottolineato, vale solo nell'utilizzo di un CDS per la copertura di un rischio di credito. Allorquando, invece, si rilevi una volontà di "cogliere" nei CDSs un indicatore di potenziale fallimento, sarà da considerarsi verosimile la presenza nel mercato di eventuali distorsioni o alterazioni dei prezzi realizzate da flussi di contrattazioni opache<sup>88</sup>.

## 8. Il nuovo quadro normativo di riferimento

Le speculazioni finanziarie, che hanno vessato i mercati in questi ultimi anni, e specialmente la crisi dei mutui *subprime*, hanno palesato molti dei limiti della regolamentazione soprattutto in merito alla diffusione degli strumenti derivati ed al loro improprio utilizzo a fini speculativi. Gli eventi descritti hanno messo in luce come i derivati negoziati nei mercati OTC abbiano permesso di tessere una fitta rete di legami tra gli attori del sistema finanziario, la cui individuazione è risultata complessa con conseguente difficoltà nel contenere il contagio e l'espandersi dei fallimenti finanziari.

Le *authorities* ed i legislatori non sono stati in grado di adeguare con tempestività il quadro degli strumenti ai cambiamenti intervenuti nel settore dei derivati finanziari, divenuti sempre più complessi e difficilmente incanalabili in fattispecie regolatrici adatte, e più in generale nelle condizioni di mercato,

<sup>88</sup> Per M. Cannata, *Approfondimento sui CDS della Repubblica Italiana*, cit., 2, <<[è] opportuno rimarcare, a questo punto, che i contratti di CDS aventi ad oggetto l'acquisto/vendita di protezione dal rischio di *default* di Stati sovrani sono principalmente denominati in una valuta estera, differente, quindi, dalla valuta locale dello Stato di riferimento. Ad esempio, i CDSs aventi ad oggetto il rischio di credito di Paesi dell'Area Euro sono principalmente denominati in dollari americani. La ragione di quanto sopra, risiede nella considerazione che, in caso di *default* di uno Stato sovrano, è plausibile attendersi movimenti significativi, e potenzialmente un deprezzamento, della valuta in corso in tale Stato, con conseguente impatto sull'effettivo valore della protezione acquistata o venduta. Proprio per tali motivi, normalmente la negoziazione dei CDSs esclude le controparti domestiche e rileva il valore dell'indennizzo in valuta estera>>.

offrendo ricette tradizionali o contraddittorie che hanno spesso appesantito la crisi anziché arginarla<sup>89</sup>.

In occasione del vertice di Pittsburgh del settembre 2009 i leader assunsero l'impegno di definire un efficace quadro normativo di riferimento per disciplinare in maniera organica il mondo dei derivati OTC, con lo scopo di rafforzare il sistema finanziario globale, ponendo particolare attenzione all'esigenza di protezione e crescita della stabilità ed integrità dei mercati finanziari<sup>90</sup>.

Ciononostante, nel pieno imperversare della crisi, in Europa le autorità nazionali hanno adottato provvedimenti eccezionali diretti a limitare o vietare le vendite allo scoperto di alcune o di tutte le categorie di azioni e/o CDSs<sup>91</sup>. Tali

<sup>89</sup> Cfr. E. Cavalieri, *Una riflessione sulle cause e sulla responsabilità della crisi globale*, in *Riv. trim. dir. eco.*, 2009, 2.

<sup>90</sup> In occasione del vertice di Pittsburgh del 26 settembre 2009, i leader del G20 decisero che entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovessero essere compensati mediante una Controparte centrale (CCP) e che i contratti derivati OTC dovessero essere segnalati a repertori di dati sulle negoziazioni. Nel giugno 2010 i leader del G20 riuniti a Toronto riaffermarono il loro impegno e si impegnarono ad accelerare l'applicazione di misure forti per accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare dei contratti derivati OTC in maniera uniforme a livello internazionale e non discriminatoria.

Alla luce di questi risultati, gli Stati del G20 decisero di attuare entro la fine del 2012 i seguenti impegni politici: i) compensare i contratti derivati OTC standardizzati per il tramite di Controparti centrali (obbligo di compensazione); ii) notificare tutte le transazioni con derivati OTC ai Repertori di dati sulle negoziazioni (obbligo di notifica); iii) negoziare le transazioni standardizzate con derivati OTC, se opportuno, su una borsa o su altre piattaforme elettroniche (obbligo di commercio su una piattaforma); iv) subordinare le transazioni con derivati OTC compensate bilateralmente (vale a dire non per il tramite di una controparte centrale) a requisiti più severi in materia di capitale.

<sup>91</sup> Con l'obiettivo dichiarato di arginare la speculazione e stabilizzare i mercati, la BAFIN (l'autorità tedesca sui mercati finanziari) aveva imposto – a metà maggio 2010 – i seguenti divieti: i) vendite allo scoperto di obbligazioni governative dell'area euro e di alcune imprese finanziarie tedesche, se non legate ad un prestito titoli (*naked short selling*); ii) scambio di CDSs su titoli pubblici dell'area euro, non finalizzati a copertura di obbligazioni detenute in portafoglio (*naked CDS*). Gli osservatori più critici hanno giudicato inappropriato e intempestivo l'intervento dell'Autorità di vigilanza tedesca, come risulta dai primi commenti pubblicati sulla stampa italiana specializzata: U. Cherubini, *Debito più caro dopo gli stop tedeschi*, 21 maggio 2010, disponibile su *lavoce.info*; G. Tabellini, *Berlino sbaglia ma anche la Bce può fare meglio*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 maggio 2010; R. Sabbatini, *Lo short selling divide l'Europa*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 maggio 2010; F. Debenedetti, *Senza alcuna efficacia il divieto di vendite allo scoperto di CDS*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 maggio 2010. Sul punto v. pure la posizione espressa da A. Beber e M. Pagano, *Reazioni sbagliate: il divieto di vendite allo scoperto*, 9 febbraio 2010, disponibile su *lavoce.info*, secondo cui «qualsiasi opzione regolamentare (restrizione all'operatività o regole di trasparenza) andrebbe,

interventi sono stati indotti dalla preoccupazione che, in un momento di notevole instabilità finanziaria, le vendite allo scoperto potessero aggravare la spirale della discesa dei prezzi dei titoli (in particolare degli istituti bancari e assicurativi) in misura tale da minacciarne la solidità finanziaria e creare rischi sistemici.

Data l'assenza di una soluzione condivisa a livello comunitario<sup>92</sup>, l'assunzione di risposte, divergenti se non confliggenti, degli Stati membri, ha alimentato sui mercati un clima di generalizzata arbitrarietà, inducendo gli investitori ad aggirare le restrizioni vigenti in una giurisdizione semplicemente effettuando le stesse operazioni in un'altra ove queste non fossero operanti. In tal modo si è rinforzata l'immagine di un'area euro divisa al suo interno, incapace di innalzare un argine comune per fronteggiare l'ondata speculativa in atto<sup>93</sup>.

---

dunque, considerata in un contesto di mercati finanziari sempre più integrati, e spesso con una moneta comune, al fine di evitare comportamenti elusivi dovuti a possibili arbitraggi regolamentari>>.

<sup>92</sup> Sul ritardo con cui si è mosso il legislatore europeo rispetto al dibattito fiorito negli USA e <<soprattutto come questo non sia riuscito a portare avanti un suo originale contributo al processo normativo ma abbia sostanzialmente subito passivamente l'approccio adottato all'estero>>, v. R. Scalcione, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di impotrtazione*, in V. Santoro (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, vol. I, Milano, 2013, 445. Paradossalmente, importanti iniziative di autoregolamentazione varate nel 2009 hanno inoltre creato i presupposti per facilitare l'utilizzo dei CDSs per finalità speculative. Segnala la mancanza di coordinamento o di armonizzazione a livello di Unione Europea M. Cera, *La crisi finanziaria, le banche e l'intervento dello Stato fra leggi, ibridismi e prefetti*, in *AGE*, 2009, 1, 37. Cfr. L. Scipione, *La crociata dei market regulators contro lo short selling*, cit., 80 s. Sulla necessità di seguire un approccio armonizzato, che avvicini le regolamentazioni finanziarie dei diversi Paesi, cfr. S. Amorosino, *Coordinamento e collaborazione nelle attività di vigilanza "finanziaria"*, in *La crisi dei mercati finanziari*, cit., 169 ss.; L. Cardia, *Armonizzazione normativa e cooperazione per combattere la crisi in Europa*, in *Bancaria*, 6/2009, 53 ss.; J.E. Stiglitz, *La crisi finanziaria internazionale: le regole da riscrivere e le prospettive future*, in *Bancaria*, 9/2009, p. 2 ss.; R. Masera, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del Rapporto de Larosière*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3/2009, 147 ss.; H.B. Shadab, *Guilty By Association? Regulating Credit Default Swaps*, in *Entrepreneurial Bus. L.J.*, 4, 407, 2009-2010, 412 s.; C. Di Noia, S. Micossi, J. Carmassi e F. Peirce, *Keep It Simple Policy Responses to the Financial Crisis*, Centre for European Policy Studies (Ceps), Brussels, Assonime, Roma, 2009.

<sup>93</sup> Sostiene che il potenziamento del ruolo dei regolatori non rappresenti una risposta efficace M. Vitale, *Il ruolo dei regolatori: quali prospettive?*, in Aa.Vv. *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano, 2010, 38 ss. Sul punto si vedano anche le considerazioni di E. Gualandri, *Crisi finanziaria: quali lezioni per le autorità di vigilanza*, in *Bancaria*, 2008, 10, 3 ss., nonché l'intervento di

L'obiettivo dichiarato del legislatore europeo è stato, pertanto, quello di giungere ad un forte coordinamento continentale evitando che i Paesi membri continuassero ad andare in ordine sparso<sup>94</sup>.

Sulla scorta delle decisioni del G20, nel 2010 il Congresso USA ha votato il *Dodd-Frank Act*, e, a partire dall'estate 2012, nell'Unione europea si è avviato un intervento di riassetto e regolamentazione del settore conclusosi che si snoda attorno a tre tipologie di provvedimenti: il regolamento (UE) n. 236 del 14 marzo 2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente sovrano, e del regolamento n. 648 sugli strumenti derivati OTC, le Controparti centrali e i Repertori di dati sulle negoziazioni (c.d. "*EMIR*" - *European Market Infrastructure Regulation*); cui si aggiungono i tre regolamenti di esecuzione, n. 1247, 1248 e 1249, pubblicati in G.U.C.E. il 21 dicembre 2012; e i sei *Regulatory Technical Standards* predisposti da ESMA, EBA o congiuntamente da ESMA, EBA ed EIOPA, in attuazione degli obblighi nascenti dal regolamento EMIR, e adottati dalla Commissione europea come regolamenti delegati di esecuzione, in particolare i nn. da 148/2013 a 153/2013, pubblicati il 23 febbraio 2013 e entrati in vigore il 13 marzo 2013.

Sia con riguardo alla disciplina USA sia con riferimento, in particolare,

---

M. Draghi, *Banche e mercati: lezioni dalla crisi*, Intervento presso la Foreign Bankers' Association, The Netherlands, 11 giugno 2008.

<sup>94</sup> Per limitare siffatta frammentazione ed aumentare l'efficienza dell'attività di vigilanza e dei mercati in generale, la Commissione europea ha formulato due proposte di regolamento: la prima [Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio, COM(2010) 482] tesa a disciplinare il mercato dei derivati, le vendite allo scoperto e, in particolare, la negoziazione di alcuni tipi di *credit default swaps*; la seconda [Proposta di Regolamento Europeo su "Gli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni", COM(2010) 484 definitivo, 2010/0250 (COD)] preordinata a rendere più sicuro e trasparente anche il mercato dei derivati negoziati *over the counter*. Entrambe le iniziative si inserivano a pieno titolo nel processo di revisione della regolamentazione e della vigilanza finanziaria a livello continentale. Per un primo commento sulle iniziative legislative in commento si veda R. Sabbatini, *Stretta Ue su hedge e derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 settembre 2010; S. Morino, *Le recenti crisi finanziarie, i Credit Default Swap, i derivati OTC e la proposta di regolamentazione a livello europeo*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 aprile 2011.

all'EMIR, gli interventi posti in essere poggiano su:

- i) istituzione di casse di compensazione e *clearing houses* con l'obiettivo di trasformare il mercato dei CDSs da *over the counter* a regolamentato in senso stretto;
- ii) utilizzo di piattaforme elettroniche per la fase di *post trade* e per la gestione dei flussi di pagamento;
- iii) modifica delle convenzioni di *pricing* e quotazione con liquidazione di parte del premio contestualmente alla stipulazione del contratto.

Le nuove norme fanno, pertanto, rientrare gli strumenti finanziari regolati nel loro alveo originario, eliminando in radice la componente di azzardo finanziario che negli ultimi anni avevano incorporato e che ha contribuito attivamente a destabilizzare i mercati finanziari (e dei titoli pubblici in particolare) mondiali ed europei<sup>95</sup>.

In entrambi i casi i regolatori hanno ritenuto opportuno, innanzitutto, sostenere e validare quel processo di regolamentazione tuttora in atto per migliorare le condizioni del mercato dei derivati in termini di maggiore controllo (aumentandone la trasparenza) e minore esposizione (riducendone il rischio della controparte e quello sistemico).

## 9. L'istituzione delle *Central Clearing Parties* per la "normalizzazione" del mercato dei CDSs. Profili generali

La logica sottesa sia ai due testi in commento denota un complessivo ripensamento del *laissez faire* concesso a livello mondiale alle grandi *corporation* finanziarie internazionali a partire dagli anni Novanta. Un frainteso liberismo che si è risolto nella carenza di regole di controllo contro gli abusi e nell'assenza di

<sup>95</sup> Cfr. D. Awrey, *The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Public-Private Divide*, in *European Bus. Org. L. Rev.*, 11, 155, 2010, 185 ss.; Z.J. Gubler, *The Financial Innovation Process: Theory and Application*, in *Del. J. Corp. L.*, 36, 55, 2011, 87; C. Baker, *Regulating the Invisible: The Case of Over-the-Counter Derivatives*, in *Notre Dame L. Rev.*, 85, 1287, 2010. 1318 ss.

severe sanzioni a chi non rispettasse la funzione del mercato. Non ha alcun senso un mercato che forma i suoi prezzi solo sulla base di tecnicismi del momento, senza tenere in alcun conto i valori fondamentali sottostanti il prezzo attribuito a un'azione, piuttosto che a un titolo di Stato o ad una materia prima.

Ovviamente, il mercato dei CDSs non è perfetto. Anzi, non si può nemmeno definirlo, per le ragioni già note, un mercato organizzato, ma solo uno scambio virtuale informale. Le regole esistenti non sono pensate per renderlo trasparente o resistente, ma più redditizio per grandi banche e istituzioni finanziarie. Per la prima volta dalla sua nascita, inoltre, è il rischio controparte (*counterparty risk*) e non il rischio emittente l'elemento che più condiziona l'attività di *trading*: Nell'orientare le scelte dell'operatore medio sempre più spesso la valutazione sulla solidità del venditore di protezione ha un ruolo almeno pari a quello della valutazione sull'oggetto dell'assicurazione stessa<sup>96</sup>. In un mercato concentrato come quello dei CDSs, il *default* di un *dealer* può causare seri problemi per molti altri partecipanti e generare effetti domino e di contagio del *default*.

Come si è anticipato, sia in Europa che negli Stati Uniti, la principale innovazione normativa è consistita nell'obbligo di utilizzo di organi di compensazione multilaterale, le cosiddette *Central Clearing Parties* (CCPs), preposte al raggiungimento dei risultati sopraindicati<sup>97</sup>.

<sup>96</sup> Cfr. CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems), *Market structure developments in the clearing industry: implications for financial stability*, 2010, CPSS Publications No 92, Bank for International Settlements, November, available at: <http://www.bis.org/publ/cpss92.pdf>. Durante la crisi del 2008, per la prima volta il rischio controparte, ovvero quello legato all'affidabilità del venditore di protezione, ha superato in termini di importanza il rischio assicurato, quello cioè dell'oggetto del contratto stesso contro il cui *default* ci si vuole assicurare (c.d. *overlapping*).

<sup>97</sup> Cfr. E. Angelini, *Il credit default swap nella gestione del rischio di credito*, Torino, 2013, 63 ss. L'obiettivo che si intende raggiungere con l'introduzione delle CCPs non è tanto quello di rendere il mercato degli strumenti OTC più regolamentato, quanto quello di limitare le operazioni particolarmente complesse e poco trasparenti. Più nel dettaglio, come è stato dimostrato da molti studi sull'argomento, le CCPs possono conseguire considerevoli vantaggi in termini di mitigazione dei rischi attraverso vari modi: *collateralization*, *netting*, *mutualization*, *information aggregation* e la gestione dei *default*. Per un commento critico alla disciplina statunitense si rinvia a S. McNamara, *Financial Markets Uncertainty and the Rawlsian Argument for Central Counterparty*

Il *Dodd-Frank Act*, l'EMIR e le altre regolamentazioni, tra cui quella asiatica, che richiedono la compensazione (*clearing*) degli *OTC derivatives*, consentono di espandere il volume delle compensazioni, coinvolgendo la maggior parte delle transazioni *over the counter*, CDSs compresi. Questo passaggio rappresenta un profondo cambiamento nella struttura dei mercati e nelle pratiche di *trading*<sup>98</sup>. Quando la CCP subentra nell'operazione, il singolo contratto stipulato tra le due parti lascia il posto a due nuovi contratti tra la CCP e ciascuna delle due controparti. Ne consegue che il *buyer* e il *seller* non sono più controparti fra loro, ma lo sono entrambe della CCP, con la quale adempiono all'obbligo di *clearing*. In questo modo, l'introduzione delle CCPs muta la struttura del mercato che passa da un OTC bilaterale, con una rete omogenea, ad un modello eterogeneo in cui si accentrano gli scambi nelle CCPs.

A ragion del vero, le CCPs non costituiscono una novità assoluta. Sono istituzioni di lunga data, da tempo utilizzate sui mercati regolamentati dei *futures* e delle opzioni e già introdotte nei mercati OTC prima della crisi finanziaria<sup>99</sup>.

Non appena entrato in vigore l'EMIR, si è posto il dilemma di come detta normativa dovesse rapportarsi all'analoga disciplina contenuta nel *Dodd-Frank Act*, che presenta aspetti di maggiore elasticità rispetto alle prescrizioni per certi versi più rigorose introdotte dalla regolamentazione europea. Ad avvertire l'esigenza di uniformità dei rispettivi sistemi di *clearing* e di *reporting* sono state

---

*Clearing of OTC Derivatives*, cit., 244 ss.

<sup>98</sup> Cfr. C. Oldani, *Sovereign Risks, Derivatives and Financial Regulation*, in *Bankpedia Review Special Issue*, 2012, 6 s.

<sup>99</sup> Al fine di limitare il ricorso alle armi da fuoco come strumento di gestione del rischio di controparte, i membri del *Chicago Board of Trade* iniziarono a cercare uno strumento che fosse altrettanto efficace ma, se possibile, un po' meno violento. Fu così che nacque il 23 settembre 1883 la *Chicago Board of Trade Clearing Corporation*. (cfr. Christopher Culp – *The risk management process* – Wiley 2001). La necessità di disporre di un garante del rischio di consegna (dello strumento finanziario e del controvalore in danaro) fu avvertita in primo luogo per gli strumenti a esecuzione differita ("a termine") in cui le controparti sono esposte al rischio di perdite cumulate sull'intero intervallo temporale fra la pattuizione e l'adempimento. Con il crescere della sensibilità verso i rischi finanziari, e con l'implementazione dei mercati telematici, il sistema di garanzia di modello controparte centrale si è progressivamente esteso anche ai mercati a contante.



soprattutto le grandi banche americane operanti sui mercati dei derivati nei Paesi dell'Unione Europea, a cui preme conoscere a quale normativa ed a quale giurisdizione debbano essere sottoposte in tutti i casi in cui si trovino a negoziare derivati OTC con controparti europee.

Prima di parlare delle CCPs, pertanto, si ritiene utile ripercorrere con rapido passo le principali innovazioni in *subjecta materia* contenute nei due diversi dispositivi regolamentari qui richiamati.

### 9.1. Il modello USA

Come anticipato, negli Stati Uniti la materia è stata regolata dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, entrato in vigore il 21 luglio 2010 e, in particolare, dal *Title VII (Wall Street Transparency and Accountability)*, suddiviso nelle sezioni "*Regulation of Over-the-Counter Swaps Markets*" e "*Regulation of Security-Based Swap Markets*".

Nel *Dodd-Frank Act*, il provvedimento ritenuto più innovativo è rappresentato proprio dall'obbligo di contrattazione dei derivati standard tramite borse elettroniche o *Central Clearing Parties* (CCP) e la creazione di *Swap Execution Facilities* (SEF), ossia piattaforme di mercato autorizzate per l'esecuzione degli *swaps* sotto il controllo della *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)<sup>100</sup>.

In particolare, il Titolo VIII, rubricato "*Payment, Clearing and Settlement Supervision*", è dedicato alla regolamentazione dei mercati OTC. Secondo quanto stabilito, alcune istituzioni finanziarie, registrate presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC), hanno il compito di svolgere centralmente le operazioni di pagamento, compensazione e regolamento delle transazioni

<sup>100</sup> Sul punto cfr. R. Scalcione, *The Derivates Revolution. A Trapped Innovation and a Blueprint for a Regulatory Reform*, Roma, 2011, 218 ss. Sembra utile precisare che la disciplina dei derivati introdotta con il *Dodd Frank Act*, pur risultando innovativa nei contenuti, si muove in sostanziale continuità rispetto al quadro legislativo esistente ibserendo una serie di modifiche al *Securities Exchange Act* del 1934 ed al *Commodity Exchange Act* del 1936 (CEA).

finanziarie. Chiaramente, queste attività non comprendono la possibilità di postare offerte o vendite, quotazioni o altre attività *pre-trade*, ma riguardano soltanto le attività *post-trade*.

Nell'obbligo è compresa la quasi totalità degli strumenti derivati, inclusi i CDSs. Il numero delle classi interessate dal provvedimento è decisivo al fine della valutazione dell'efficienza relativa all'utilizzo delle CCPs.

L'attività di controllo sull'operato delle *Central Clearing Parties* è svolta innanzitutto dalla SEC, per le istituzioni registrate presso di essa, in collaborazione con la CFTC e le singole *Federal Bank*. Il "Board of Governors" svolge, invece, un'attività di vigilanza sugli istituti che non rientrano sotto la giurisdizione di alcuna delle istituzioni sopra citate. Spetta alla FED il compito di stabilire gli standard di rischio accettabili per gli operatori che eseguiranno transazioni tramite compensazione multilaterale.

Inoltre, per ridurre l'opacità delle posizioni aperte in derivati nei confronti dei *regulators* ed eliminare quindi il maggior ostacolo all'esercizio di una efficace attività di vigilanza, si impone la trasmissione degli estremi dei contratti derivati OTC conclusi o esistenti ai c.d. *trade repository*.

## 9.2. Il modello paneuropeo

Al fine di ridurre il rischio di controparte il legislatore europeo introduce nei mercati OTC europei l'obbligo di compensazione multilaterale tramite *Central Clearing Parties*<sup>101</sup> per determinate classi di derivati standard e per gli scambi di derivati OTC il cui valore superi determinate soglie. Ovviamente, se per una determinata classe di derivati non esiste alcuna CCP autorizzata o registrata, l'obbligo si estingue. Per quelle negoziazioni di valore inferiore agli standard e

<sup>101</sup> Ai sensi dell'art. 2 dell'EMIR, <<Central Clearing Party è la persona giuridica che s'interpone tra controparti di contratti scambiati su uno o più mercati finanziari, divenendo l'acquirente del venditore e il venditore dell'acquirente.>>.

coinvolgenti almeno una controparte non finanziaria, a carico delle quali non viene previsto, come detto, il sopracitato obbligo di compensazione presso una CCP, viene nondimeno introdotto l'obbligo di adottare misure di "risk mitigation" (note con le espressioni anglosassoni di *timely confirmation, portfolio reconciliation and compression, dispute resolution, marking-to-market and markig-to-model*)<sup>102</sup>, volte a temperare e monitorare il rischio operativo ed il rischio di credito di controparte (art. 11, par. 1, lett. b, e art. 11, par. 3)<sup>103</sup>.

Quanto all'ambito soggettivo, l'EMIR trova differente applicazione a seconda della categoria cui appartiene la controparte di uno strumento finanziario derivato. Sono tenute alla compensazione obbligatoria con CCPs le controparti

<sup>102</sup> :

- a) "conferme tempestive", il cui scopo è di concordare tutti i termini dell'operazione in un arco di tempo contenuto al fine di evitare che residuino termini e condizioni sui quali non è stato trovato un accordo tra le parti;
- b) "valutazioni giornaliere", che consentono di valutare ad intervalli temporali ravvicinati il valore delle operazioni in strumenti finanziari derivati in essere;
- c) "riconciliazione dei portafogli", il cui fine è disporre di un allineamento puntuale circa le evidenze reciproche tra le controparti con riferimento alle operazioni in derivati in essere;
- d) "compressione dei portafogli";
- e) "risoluzione delle dispute", per risolvere eventuali discordanze anche relativamente all'ammontare del "collateral" che una controparte dovrà all'altra.

Invero, come sottolinea A.V. Guccione, *Il difficile equilibrio tra stabilità finanziaria e prociclicità delle garanzie collaterali: l'art. 41(1), ultimo periodo, del Regolamento (UE) n. 648/2012*, relazione al V Convegno annuale "Orizzonti del diritto commerciale" sul tema "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi", Roma, 21-22 febbraio 2014, 2, <<[n]essuna delle tecniche di *risk mitigation* indicate dal Regolamento può considerarsi davvero innovativa, essendo da tempo impiegate dai gestori dei servizi di controparte centrale anche per operazioni concluse nel mercato *OTC*. Innovative sono invece, oltre alla già ricordata *clearing obligation*, le norme che disciplinano le singole tecniche, fissando le condizioni in presenza delle quali esse potranno essere impiegate dalla CCP e le "finalità" che dovranno essere tenute in considerazione dai soggetti coinvolti nella regolamentazione secondaria, e dalle stesse controparti centrali nello svolgimento della propria attività>>.

<sup>103</sup> Riferendoci alle definizioni contenute nell'art. 2 del regolamento in parola, per "Controparte centrale" è da intendersi la persona giuridica la quale, debitamente e preventivamente autorizzata dalle autorità nazionali competenti, «*si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente*» (art. 2 n. 1); per "compensazione", invece, si fa riferimento alla «*procedura intesa a determinare le posizioni, tra cui il calcolo delle obbligazioni nette, e ad assicurare la disponibilità degli strumenti finanziari o del contante, o di entrambi, per coprire le esposizioni risultanti dalle posizioni*»; per quanto riguarda le definizioni di "controparte finanziaria" e "controparte non finanziaria", esse si rinvergono all'art. 2 nn. 8 e 9.

finanziarie e le controparti non finanziarie qualificate sulla base del superamento della soglia di compensazione e del c.d. *hedging test* <sup>104</sup>. L'obiettivo è di estendere i presidi di vigilanza e trasparenza alle negoziazioni in derivati OTC di controparti non finanziarie che per quantità e per finalità delle relative posizioni in derivati OTC non rispondano ad esigenze di copertura dei rischi funzionalmente connesse all'attività principale.

Degna di nota è altresì l'istituzione dell'obbligo di *trading* sui mercati, ossia sulle *market venues*, cui si accompagna la previsione che attribuisce all'ESMA il compito di individuare i derivati o le classi di derivati che debbono costituire oggetto di una *obligation to trade* <sup>105</sup>. Per quanto attiene al grado di liquidità "sufficiente" che concorre a far scattare l'obbligo di accentramento degli scambi nelle *trading venues* dichiarate eleggibili [i Mercati regolamentati, i *Multilateral*

<sup>104</sup> L'art. 4 Reg. n. 648/2012 ha, infatti, introdotto due classi di controparti. Nella prima, che si riferisce alle c.d. "Controparti finanziarie" (CF), ricadono: i) l'impresa di investimento ai sensi della MiFID; ii) l'ente creditizio secondo la Direttiva bancaria UE; iii) la compagnia assicurativa e quella riassicurativa; iv) gli UCITS e le relative società di gestione del risparmio; v) i Fondi pensione e di investimento alternativi gestiti da fondi di investimento alternativi (FIA), autorizzati o registrati secondo la direttiva UE di riferimento. Per esclusione, nella seconda, afferente alle c.d. "Controparti non finanziarie" (NCF), si ricomprende qualunque soggetto giuridico stabilito nell'UE che non possa qualificarsi come Controparte Finanziaria.

<sup>105</sup> Cfr. J. Hull, *OTC derivatives and central clearing: can all transaction be cleared?* in *Financial Stability Review*, 2010, 14, 71; S. Meucci, *La protezione dell'investitore nel quadro dei più recenti interventi comunitari: la proposta di direttiva Mifid 2 e il regolamento EMIR*, in *Persona e mercato – Materiali e commenti*, 2013, 331 s. Secondo L. Sasso, *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, in *Giur. comm.*, 2012, 8, <<[p]er individuare quali tipi di contratti derivati possono essere compensati mediante CCPs, il legislatore comunitario ha proposto un duplice approccio. Da un lato, con un approccio *bottom-up* (dal basso verso l'alto) l'autorità di vigilanza competente nello Stato membro in questione detta alla CCP autorizzata nel proprio territorio le classi di derivati OTC di cui questa si deve occupare e comunica all'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) la decisione. Quest'ultima ha il potere di confermare questa scelta ed armonizzarla a livello europeo>> (v. art. 5, § 2, Reg. n. 648/2012). Dall'altro, con un approccio *top-down* (dall'alto verso il basso) la ESMA di sua propria iniziativa, in consultazione con lo *European Systemic Risk Board* (ESRB), identifica tutta una serie di contratti che a suo avviso dovrebbero essere compensati attraverso CCPs autorizzate nei vari paesi e che ancora non lo sono. Di conseguenza comunica le decisioni prese a tutte le autorità competenti nei vari paesi UE affinché le CCPs siano autorizzate a gestirli. Questo controllo incrociato delle autorità sul mercato dei valori mobiliari serve a ricomprendere e riclassificare la più vasta gamma possibile di contratti derivati OTC>>.

*trading facilities* (MTF) e le neonate *Organized trading facilities* (OTF)<sup>106</sup>, l'ESMA, nel fissare i requisiti tecnici applicativi, tiene conto delle caratteristiche dei mercati di riferimento per ciascuna giurisdizione, i quali vengono valutati sulla base di alcuni parametri quali il numero e il tipo di partecipanti, l'entità e la frequenza media delle operazioni eseguite negli stessi.

Inoltre, al fine di garantire il maggior grado di trasparenza possibile, l'ESMA deve tenere un registro pubblico, dove iscrivere le classi di derivati soggette a obbligo di compensazione, le CCPs autorizzate e ogni altra comunicazione ufficiale. Come per gli Stati Uniti, le CCPs non svolgono attività di raccolta dati ma hanno l'obbligo "Obblighi di segnalazione", prevede la trasmissione delle informazioni relative alla conclusione, modificazione o cessazione dei contratti di comunicare informazioni complete su ogni singola transazione conclusa ai *trade repository*<sup>107</sup> (art. 9). Se si riflette su quello che ha sempre rappresentato uno dei principali fattori di pericolosità intrinseca dei mercati OTC, l'opacità delle negoziazioni, ben si comprende la *ratio* delle disposizioni in parola: assicurare la tracciabilità delle operazioni e un flusso costante di informazioni inerenti agli scambi<sup>108</sup>.

A differenza degli Stati Uniti, inoltre, ogni Stato membro deve designare un'autorità di supervisione che faccia capo all'ESMA e applichi l'EMIR nel proprio

<sup>106</sup> Definite *Swap execution facilities* nel *Dodd-Frank Act*.

<sup>107</sup> Cfr. R. Scalcione, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di impotrtazione*, cit., 440 ss. Il *trade repository* è un'entità, autorizzata da ESMA, che opera come registro di informazioni con l'obiettivo di raccogliere e mantenere i dettagli delle operazioni OTC. Rappresenta uno strumento per monitorare e migliorare la trasparenza dei mercati. Per altri spunti di analisi si vedano, pure, le riflessioni di G. Romano, *La riforma dei derivati "Otc" negli Usa: dalle regole di common lawn al Dodd-Frank Act*, in V. Santoro (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, vol. II, Milano, 2013, 285 ss.; A. Green, *Trade Reporting Requirements: EMIR vs. Dodd-Frank and Making Sense of Your Global Obligations*, 2013 (<http://derivsource.com/articles/trade-reporting-requirements-emir-vs-dodd-frank-and-making-sense-your-global-obligations>).

<sup>108</sup> Obblighi informativi specificamente posti in capo, stavolta, alle sole controparti stipulanti contratti derivati OTC non sottoposti all'obbligo di compensazione mediante CCP, sono inoltre previsti dall'art. 11, par. 1 lett. a), il quale, in particolare, prevede la tempestiva comunicazione alla propria controparte acquirente delle condizioni dello stipulando contratto e la reciproca tempestiva conferma della conclusione dell'operazione.

territorio di competenza. Un'altra importante differenza risiede nel fatto che i destinatari dell'obbligo sono soltanto i maggiori *dealers* per gli Stati Uniti, mentre per l'Unione Europea lo sono anche gli investitori e le imprese minori.

I nuovi standard europei definiscono una serie di norme di comportamento e di elementi prudenziali per le Controparti centrali tra cui: requisiti di margine; stanziamento di fondi di *default*; apparati di gestione del rischio di liquidità, di cui si dirà poco più avanti<sup>109</sup>.

## 10. Il sistema di *clearing* per mitigare il rischio di controparte

Il G-20 pone le CCP al centro della salvaguardia del sistema finanziario mondiale: <<The European Commission has identified CCP-clearing as the main tool to manage counterparty risks and the G20 shares this view. Currently, CCPs provide services on a European basis but remain regulated at national level, as there is no Community legislation covering CCPs. While the ESCB-CESR recommendations have started a process of converging national approaches, they are not binding. In view of the CCPs systemic importance, the Commission intends to propose legislation governing their activities so as to eliminate any discrepancies among national legislations and ensure safety, soundness and proper governance...>>.

Assoggettate al controllo degli organi di vigilanza del Paese in cui risiedono, tipicamente le CCPs sono entità private <<che si occupano di fornire servizi di compensazione e scambio ai propri membri riducendo così il rischio ed ottimizzando l'efficienza delle transazioni nei periodi di *post-trade* e *pre-*

<sup>109</sup> In attuazione dei nuovi obblighi nascenti dall'EMIR, l'Autorità di vigilanza finanziaria europea (ESMA) ha emanato una serie di norme tecniche di regolamentazione, pubblicate il 23 febbraio 2013 sulla G.U.U.E. ed in vigore a partire dal 15 marzo 2013. Le norme vanno nella direzione di un maggior grado di trasparenza e controllo, attraverso la definizione dei dettagli delle operazioni in strumenti derivati che dovranno essere segnalati ai repertori dati. L'ESMA, in particolare, ha esteso le disposizioni in materia di accesso da parte delle autorità competenti per garantire che queste siano in grado di assolvere i propri mandati. Cfr. V. La Malfa, *Nuovo Regolamento EMIR sui derivati OTC: i commenti ISDA agli RTS dell'ESMA approvati il 07.02.2013 dal Parlamento europeo*, in *Dirittobancario.it*, 2013, 1 ss.

settlement>><sup>110</sup>.

In linea con gli abituali schemi di vigilanza utilizzati, a livello europeo, la disciplina EMIR fissa, per le CCPs, dei requisiti soggettivi e delle regole di condotta nella prestazione dell'attività di compensazione<sup>111</sup>.

Oltre a determinare le posizioni nette (creditorie o debitorie) dei partecipanti, richiedono il versamento di margini a garanzia delle posizioni aperte<sup>112</sup> e assicurano il buon esito delle contrattazioni<sup>113</sup>.

I vantaggi sono evidenti: la riduzione del rischio di controparte, la semplificazione del meccanismo di esecuzione dei contratti, la maggior trasparenza dei contratti e il maggior controllo sui mercati grazie alla supervisione di autorità come l'ESMA.

Per effetto dell'accentramento degli scambi, ciascun membro ha una singola esposizione netta con la CCP, a prescindere dal numero di transazioni che ha in essere, con vantaggi in termini di collaterale richiesto, di gestione del *default* e di

<sup>110</sup> Così L. Sasso, *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, cit., 2.

<sup>111</sup> V. Reg. delegato n. 152 e 153 del 23 febbraio 2013.

<sup>112</sup> Come è noto, la Controparte centrale si tutela dal conseguente rischio assunto raccogliendo garanzie (in titoli e contante, cc.dd. margini) commisurate al valore dei contratti garantiti e al rischio inerente.

<sup>113</sup> Sui vantaggi di una compensazione con Controparti centrali v. Bank for International Settlements (BIS), *Central counterparties for over-the-counter derivatives*, in *BIS Quarterly Review*, Settembre 2009; Id., *OTC Derivatives: settlement procedures and counter party risk management – Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro Currency Standing Committee of the central banks of the Group of Ten countries*, Basilea, Settembre 1998; D. Duffie e H. Zhu, *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk*, in *Rev. Asset Pric. Stud.*, 2011, 1, 74 ss.; J. Gregory, *Counterparty Credit Risk: The New Challenge for Global Financial Markets*, Chichester: Wiley 2010, 167 ss.; Carruzzo e Little, *OTC Derivatives Clearing: How Does It Work and What Will Change?*, in *The Hedge Fund L. Rep.*, Vol. 4, No. 24, July 14, 2011, reperibile all'indirizzo [www.hflawreport.com](http://www.hflawreport.com), nonché L. Sasso, *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, cit., 10. L'autore osserva, tra gli altri aspetti, che «la CCP svolgerebbe una funzione di controllo degli operatori sul mercato, richiedendo per tutti garanzie iniziali (*up front*) e maggiori garanzie nei casi in cui il rischio di *default* aumentasse o quelle esistenti non fossero più sufficienti. Gli affidamenti dati, in questo modo, sarebbero già a disposizione della CCP nel caso in cui una controparte non riuscisse ad onorare i propri impegni. Si garantirebbe, dunque, una sorta di rete di protezione (*safety net*) capace di evitare che il crollo di un partecipante al mercato possa produrre automaticamente il crollo a catena degli altri partecipanti mettendo a repentaglio l'intero sistema finanziario».

significativa riduzione delle posizioni rischiose tra i membri (c.d. “multilateral netting”)<sup>114</sup>.

In effetti, in mancanza di un garante, la valutazione del rischio riguarda essenzialmente la capacità della controparte di far fronte alle proprie obbligazioni. Del resto, proprio la pratica delle negoziazioni bilaterali dei mercati OTC sarebbe alla base della crescita smisurata del settore dei CDSs, data l'assenza di una regolamentazione appropriata che ne avrebbe ridotto l'ammontare.

Mette conto ricordare che i CDSs non sono contabilizzati tra le passività del bilancio del venditore della protezione *swap*. Questa natura “fuori bilancio” del contratto (tipica dei derivati) può generare “passività sistemiche”, allorquando un investitore funga da venditore di protezione in un alto numero di contratti senza rivelare tali accordi, accumulando in tal modo una fortissima esposizione a potenziali insolvenze, “invisibili” agli organi regolamentari e agli altri operatori del mercato.

L'esposizione totale di un venditore di protezione viene a non avere più alcun limite e pochi episodi di insolvenza possono rivelarsi sufficienti per esaurire il capitale di un investitore sovraesposto. In tal caso, i contratti CDSs sottoscritti diventano nulli lasciando gli acquirenti delle corrispondenti protezioni esposti ad ulteriori insolvenze (c.d. rischio della controparte). Oltre al rischio della controparte e al rischio di mercato (il rischio, cioè, che il contratto di CDS aumenti o diminuisca di valore), vi sono almeno altri due rischi non-sistemici che

<sup>114</sup> Le CCPs consentono di “nettizzare” multilateralmente le esposizioni, così che un certo livello di protezione dal rischio viene raggiunto con un minor ammontare di collaterale, o, viceversa, un certo livello di collaterale può consentire un più alto livello di protezione dal rischio”. Il meccanismo è alquanto semplice, dato che il “netting”, calcola le obbligazioni nette assunte dagli intermediari nei confronti di ogni controparte o del sistema; ogni intermediario ha, pertanto, un saldo unico legalmente netto nei confronti della CCP. La compensazione multilaterale, proprio perché interviene fra più soggetti che possono essere contemporaneamente sia debitori che creditori diminuisce l'esposizione globale del credito del sistema, e di conseguenza, il rischio, che perciò genera una minor richiesta di capitale a garanzia (il collaterale).



è opportuno prendere in considerazione: il rischio giuridico (ossia la possibilità che le controparti si trovino coinvolte in azioni legali) e l'*assignment risk* (rischio contro cessione, che si riferisce al pericolo che una controparte operi una cessione dei CDSs senza il consenso dell'altra parte). Sebbene molti dei contratti di CDSs richiedano il consenso della controparte prima della cessione, la pratica di trasferimento senza consenso (*no-consent assignment*) è cresciuta fino a circa il 40% del volume delle contrattazioni di CDSs. Tale modo di agire rende incerta l'identità delle controparti, minandone le valutazioni del rischio.

In assenza di una *Clearing house* per i CDSs, gran parte della capacità di resilienza del mercato è assicurata dagli adeguamenti giornalieri delle garanzie collaterali al variare del valore dell'accordo (con l'aumentare o il diminuire delle possibilità di insolvenza della *reference entity*). Questa pratica aiuta a contenere, ma non ad eliminare, il rischio della controparte. Ad esempio, se un contratto di CDS aumenta di valore a causa dell'innalzamento delle possibilità di *default* della *reference entity*, il venditore dei CDSs deve fornire maggiori garanzie collaterali. Se il contratto diminuisce di valore, le garanzie collaterali vengono restituite al venditore di CDSs. Questa pratica di liquidazione, che considera il valore dei titoli secondo le quotazioni di mercato ("*mark-to-market*") su base giornaliera, riduce le possibilità di arrivare ad un singolo e ingente pagamento finale nel caso in cui si prospetti un'imminente possibilità di insolvenza. Le pratiche standard mostrano altresì che le controparti offrono ulteriori garanzie collaterali nel caso in cui anche la loro condizione finanziaria peggiori.

## 11. La dimensione sistemica delle CCPs

L'aumento del volume di transazioni intermedie dalle CCPs, in seguito all'introduzione dell'obbligo di compensazione, associato al gran numero di interazioni transfrontaliere che ne caratterizza l'operatività su scala

internazionale<sup>115</sup> hanno accresciuto negli ultimi anni l'importanza sistemica di tali "infrastrutture". La CCP per definizione rialloca e concentra il rischio. Pertanto, può potenzialmente ridurre o aumentare il rischio sistemico in un mercato<sup>116</sup>.

Similmente alle borse, le CCPs gestiscono centralmente le transazioni all'interno del mercato. Con una differenza sostanziale, però, dato che le CCPs non mostrano le quotazioni relative agli strumenti finanziari, bensì si interpongono tra le Controparti nel *bilateral clearing*, assumendosi gli obblighi riguardanti le due posizioni dell'accordo originario (acquirente e venditore) secondo il meccanismo di *novation*<sup>117</sup>.

Per effetto di tale "novazione", in caso di fallimento di una delle due parti la CCP deve registrare la perdita e ripagare la parte creditrice del fallito, ovviamente avvalendosi non solo di risorse proprie ma, come vedremo, anche di risorse

<sup>115</sup> La stessa architettura dei collegamenti tra entità finanziarie cambia e viene ad addensarsi sulle CCPs. Di conseguenza anche gli obblighi informativi e di gestione del rischio divengono più stringenti.

<sup>116</sup> Senza alcuna pretesa di riuscire a dar conto di una letteratura molto ampia e ricca di risultati, cfr., tra i tanti, S. McNamara, *Financial Markets Uncertainty and the Rawlsian Argument for Central Counterparty Clearing of OTC Derivatives*, cit., 281 ss.; C. Pirrong, *Clearing and Collateral Mandates: A New Liquidity Trap?*, in *J. applied corp. fin.*, 24, 2012, 67; Id., *A Bill of Goods: CCPs and Systemic Risk* 11, disponibile all'indirizzo web: [http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/law-economics-studies/Pirrong\\_Paper.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/law-economics-studies/Pirrong_Paper.pdf); V. Acharya e A. Bisin, *Counterparty Risk Externality: Centralized Versus Over-the-Counter Markets*, 2011, 37, disponibile all'indirizzo web: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1788187](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1788187); J.C. Kress, *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access to Central Bank Liquidity*, in *Harv. J. Legis.*, 49, 2011, 91 s.; C. Chamorro-Courtland, *The Trillion Dollar Question: Can a Central Bank Bailout a Central Counterparty Clearing House which is "Too Big to Fail"?*, in *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 6, 2012, 433.

<sup>117</sup> Come spiega L. Sasso, *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, cit., 10, <<[q]uando la compensazione avviene con Controparte centrale (CCP), questa assume in modo originario le posizioni derivanti dal contratto concluso attraverso un processo che è definito nel diritto anglosassone come "novation". Attraverso la *novation*, il singolo contratto iniziale che caratterizza lo scambio tra le due controparti è terminato e sostituito da due nuovi contratti stipulati tra la CCPs e le due controparti contrattuali. La CCP subentra dunque nel contratto tra le controparti e le obbligazioni originarie del primo contratto cessano di esistere per essere sostituite da quelle derivanti dai contratti tra controparti e gestore>>.

raccolte tra i membri sotto forma di depositi e *collateral*<sup>118</sup>.

Tale meccanismo presenta pertanto evidenti incrinature, come quella legata all'incremento della concentrazione dei rischi in capo alle CCPs, e dell'aumento dell'interdipendenza all'interno del sistema finanziario tra le Controparti centrali e i loro membri e tra le stesse CCPs per via degli accordi di interoperabilità<sup>119</sup>. Tali accordi permettono agli operatori che sono membri di due diverse CCPs di effettuare scambi tra loro: l'operatore effettuerà perciò la transazione attraverso la sola CCP di cui è membro, la quale a sua volta entrerà in una transazione con l'altra CCP che contatterà a sua volta il proprio membro; si ottiene così che le due CCPs siano coinvolte in una transazione di *matching*.

Le crisi finanziarie, anche recenti, hanno dimostrato l'efficacia del sistema CCP. Sono comunque in corso riflessioni sulla opportunità di implementare più stretti elementi di valutazione sulle reali capacità delle CCP di mitigare il rischio di credito a livello sistemico, dato che un loro eventuale *default* potrebbe pregiudicare non soltanto la tutela dei singoli partecipanti al mercato, ma anche la stabilità delle principali piazze finanziarie<sup>120</sup>.

La forte correlazione tra le attività svolte da CCPs diverse potrebbe avere effetti devastanti qualora una di esse si dovesse trovare in situazione

<sup>118</sup> Il dibattito sulla possibilità di accesso diretto da parte delle CCPs, data la loro rilevanza sistemica, alla liquidità delle banche centrali è ben illustrato da G. Romano, *La riforma dei derivati "Otc" negli Usa: dalle regole di common law al Dodd-Frank Act*, cit, 298 ss.

<sup>119</sup> Pertanto, è l'intero sistema che viene esposto a un accrescimento del rischio non sempre bilanciato da adeguate coperture patrimoniali. A causa della mutualizzazione, perdite o carenze di liquidità, nel caso di *default* di un componente, possono diffondersi agli altri partecipanti; e, come se non bastasse tale interrelazione non si limiterebbe alle CCPs, visto che a loro volta, queste sono collegate con altre istituzioni finanziarie, tra tutte le banche.

<sup>120</sup> Di opinione diversa M. Bonollo e G. Simonetti, *Cosa porta con sé l'EMIR*, pubblicato sul sito *FinRiskAlert*, secondo cui alle CCPs sono richiesti requisiti talmente stringenti per cui, almeno in teoria, difficilmente potrebbe verificarsi un loro *default*. Tant'è che <<[l']introduzione di una CCP per una particolare classe di derivati è efficiente se e solo se l'opportunità del *multilateral netting* per questa classe domina – in termini di riduzione dell'effetto contagio – l'opportunità di *bilateral netting* degli altri derivati *non cleared*. Questo si verifica quando il numero *clearing participants* è sufficientemente più elevato rispetto alle esposizioni sui derivati che continuano ad essere *bilaterally netted*. Si può dimostrare che il numero delle classi di derivati *uncleared* dalla CCP deve essere minore di circa un quarto del numero dei *participants*>>.

d'instabilità. Tutto ciò provocherebbe un effetto domino causato dal contagio delle altre istituzioni, azzerando tutti i progressi raggiunti a seguito della ri-regolamentazione finanziaria. Soprattutto perché in caso di insolvenza di una Controparte centrale, le esposizioni originerebbero un enorme rischio di liquidità ovvero il rischio che la CCP non riesca a monetizzare i propri beni, anche se i propri asset fossero pienamente garantiti.

Per il *Dodd-Frank Act*, le CCPs sono *Systemically Important Financial Infrastructures* (SIFI). Trattandosi, pertanto, di operatori da classificare come “too big to fail”<sup>121</sup>, siffatte istituzioni sono soggette a severe regole di condotta, a norme comuni, a requisiti prudenziali e ad obblighi organizzativi armonizzati<sup>122</sup>. Nonostante, infatti, storicamente i fallimenti di CCPs siano stati pochi, il loro impatto sui mercati si è rivelato alquanto significativo<sup>123</sup>. Se a questo si aggiunge che le norme ordinarie riferite ai fallimenti non sono direttamente applicabili a tali soggetti, completare il quadro normativo con disposizioni relative al salvataggio e alla risoluzione delle CCPs diventa una priorità. Attualmente l'EMIR richiede già alle CCPs l'attuazione di politiche di *risk management* che in caso di *default* siano in grado di limitarne l'impatto sul mercato (requisiti patrimoniali, modalità di ripristino delle attività in caso di crisi) e ne delinea il sistema di gestione del rischio, cosiddetto *waterfall*, che prevede il versamento da parte dei partecipanti di margini necessari alla copertura delle eventuali perdite.

La Controparte centrale si dota di un sistema di salvaguardia finanziaria

<sup>121</sup> Si veda in proposito M. Longo,  *Mercati esposti a grandi rischi sistemici*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 novembre 2014. Le normative prudenziali prodotte dopo la crisi del 2007, sebbene frutto di un lodevole percorso, potrebbero tuttavia generare <<nuovi rischi sistemici “collaterali”, in capo proprio alle Controparti centrali>>.

<sup>122</sup> Sul punto cfr. F.L. Signorini, *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, cit., 6.

<sup>123</sup> Nel 1974 è fallita *Caisse de Liquidations*, nel 1983 è toccato a *Kuala Lumpur Commodity Clearing House* e, più recentemente (1987), la *Hong Kong Future Guarantee Corporation* è fallita all'indomani del crollo del mercato azionario, determinando la chiusura dello *Stock and Future Exchange* in Hong Kong.

basato su diversi livelli di protezione: requisiti di adesione, sistema dei margini, risorse patrimoniali e finanziarie. In caso di insolvenza di un partecipante la CCP utilizza specifiche procedure per coprire le perdite, basate – oltre che sui margini degli aderenti – anche su appositi fondi mutualistici (*default fund*)<sup>124</sup> nonché sull'utilizzo del proprio patrimonio.

Come anticipato, infatti, i soggetti che operano tramite Controparti centrali devono costituire garanzie sufficienti alla copertura dei costi teorici di liquidazione che le CCPs sosterebbero per chiudere le posizioni del membro insolvente, sotto forma di margini iniziali, margini di variazione e margini aggiuntivi infragiornalieri. Tali risorse – insieme al *default fund* del membro insolvente – costituiscono il primo *buffer* del sistema *waterfall* di gestione del rischio di insolvenza. Nel caso in cui queste risorse non fossero sufficienti, il regolamento delle CCPs può prevedere una serie di strumenti aggiuntivi volti a evitare l'insolvenza della CCP (*loss-allocation rules*). In particolare, il *waterfall* permette di allocare le eventuali perdite in modo veloce, ordinato, trasparente e determinato *ex-ante* tra le CCPs stesse e i loro membri in modo da non compromettere il funzionamento dei mercati. Gestendo il *default* e limitandone l'impatto sul mercato le CCPs ne riducono il rischio di propagazione, creano

<sup>124</sup> I *default fund* coprono i rischi di perdite causati da eventuali default di controparti aventi posizioni aperte su strumenti finanziari che abbiano subito variazioni di prezzo, eccezionali, non coperte dai margini iniziali generalmente, il contributo ai *default fund* è computato su base proporzionale della "Esposizione non coperta" (ENC) utilizzando la media mensile dei margini iniziali versati da ciascun partecipante). È ricalcolato una volta al

Mese. Al contrario dei "margini iniziali" i *default fund* hanno natura mutualistica tra i partecipanti. È interessante rilevare che gli *stress test* effettuati dalle CCPs sono finalizzati a: i) valutare la vulnerabilità – in circostanze estreme – del livello delle garanzie, costituite dai "margini iniziali", in presenza di variazioni di volatilità dei corsi di ampiezza eccezionale, ma ragionevolmente plausibili; ii) quantificare la ENC dall' "intervallo di confidenza" utilizzato per la quantificazione dei "margini iniziali" che deve essere coperta dai *default fund*. La metodologia di *stress test* utilizzata consente di valutare le conseguenze dell'evento ipotizzato, ma non fornisce alcuna indicazione riguardo la «probabilità» che l'evento stesso si verifichi; infatti a differenza di quanto accade per il sistema dei "margini iniziali", basato sulla definizione e l'utilizzo di «intervalli di confidenza», lo *stress test*, fondandosi su circostanze estreme, consente un uso limitato dei normali strumenti statistici ed è basato principalmente su ipotesi di logica ed esperienza con la finalità di fornire una misura del rischio connesso allo scenario di volta in volta definito.

l'incentivo per i membri a monitorare i rischi assunti dalle CCPs, mitigando così il rischio sistemico. Si aggiunga che la maggior parte delle controparti centrali dell'Ue hanno inoltre stabilito regole aggiuntive (*rights of assessment*), volte a coprire le perdite eccedenti e a evitare l'insolvenza della CCP.

Restano però dei dubbi sull'efficienza della risposta del legislatore europeo. Dal lato formale, è evidente la complessità dell'impianto multilivello delle regolamentazione proposta al mercato. Dall'altro, resta il dubbio sostanziale sull'opzione legislativa di fondo di rendere obbligatorio un meccanismo di gestione del rischio e di trasparenza informativa, basato su CCPs e TRs, che tradisce forse una eccessiva fiducia nelle capacità autocorrettive del mercato fondate su decisioni razionali di investimento degli operatori. La compensazione centrale obbligatoria, poi, non sterilizza il rischio di controparte ma lo trasferisce in blocco alle CCPs<sup>125</sup>. Sicché una vera riduzione del rischio di controparte si presenta solo in ipotesi di pluralità di CCPs operanti nella *post-negoziazione*.

Ma v'è di più. La presenza di una Controparte centrale ai fini di compensazione delle singole posizioni se, da un lato, scongiura l'effetto domino legato al *default* di un singolo partecipante al mercato, trasferendo la perdita sugli altri partecipanti, dall'altro, potrebbe disincentivare il monitoraggio

<sup>125</sup> In questi termini v. P. Lucantoni, *Derivati Otc, prove di regolamentazione*, 3, disponibile al sito web: [www.fchub.it](http://www.fchub.it). Secondo quanto illustrato nel lavoro di M.J. Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, in *Cal. L. Rev.*, 6, 2013, 101, 1646 s., sono almeno due i motivi che spiegano perché le stanze di compensazione non rappresenterebbero la soluzione ottimale per contenere gli effetti del rischio sistemico: <<First, a clearinghouse cannot usually contain the central systemic risk of financial contagion from an undercollateralized counterparty's failure, because it cannot eliminate the targeted loss from the economy. It generally can only transfer the loss elsewhere (...) Indeed, the policy rationale behind clearinghouses is that some institutions are far too systemically connected to be allowed to fail. The clearinghouse will, however, dampen the consequences of such a failure, making it acceptable. But removing one channel for the risk and loss to spread can readily just push the risk and loss into another connected channel, endangering other vital institutions>>. In second luogo, <<the clearinghouse is defenseless against other potent channels of systemic risk beyond the failure of a vital stand-alone financial institution. Congress and the regulators needed to match up clearinghouses' potential uses against the core problems in the financial crisis, but did not do so. The clearinghouse is primarily targeted to contain the failure of a single firm from spreading through the interconnected financial system. But the financial crisis was not induced by the failure of a single firm. Multiple major institutions failed simultaneously, and others tottered dangerously>>.

sull'affidabilità delle controparti. Con il duplice esito, inverso a quanto previsto dal legislatore, di (i) un drastico aumento della asimmetria informativa nei mercati con compensazione centralizzata rispetto a quella bilaterale dove la controparte finanziaria ha maggiori incentivi a valutare (e quindi prezzare) il rischio di controparte e (ii) dell'assegnazione alle CCPs dei derivati troppo rischiosi da compensare con relazioni bilaterali.

Alla luce del ruolo strategico che le CCPs rivestono nell'assicurare il buon funzionamento dei mercati e in considerazione anche del forte aumento della concentrazione dei rischi al loro interno, la prossima sfida che si impone a livello europeo riguarda la definizione di un quadro legislativo sovranazionale volto a richiedere alle CCPs un livello di *risk management* più elevato e alle banche che partecipano al loro capitale una più profonda attività di *due diligence*; a disciplinare l'uscita ordinata dal mercato di una CCP (*Recovery and Resolution Plans* – R&R), ovvero l'individuazione di un insieme di regole che assicuri la continuità e la stabilità al sistema a complemento delle politiche di gestione dei *default* a livello di singola CCP introdotte dall'EMIR<sup>126</sup>.

## 12. Verso un'armonizzazione delle regolamentazioni USA e UE. Alcuni spunti di riflessione

Senza dubbio, il fatto di trovarci di fronte ad un mercato, quello dei derivati, che ha bruciato le tappe del suo sviluppo e che ha potuto contare su un lungo periodo di condizioni ottimali senza che i suoi meccanismi operativi potessero essere testati in momenti di tensione, ha impedito che si verificasse un naturale sviluppo di processi adattivi e di regolamentazione attraverso un cammino di

<sup>126</sup> Dopo l'adozione dei regolamenti EMIR e CSDR, la Commissione Europea sta predisponendo una Direttiva sul tema nell'ambito della regolamentazione delle *Financial Market Infrastructures* (FMIs). Anche il *Financial Stability Board* considera questo tema una priorità. Su tali aspetti v., pure, Iosco, *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives*, January; available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD469.pdf>.

“prova ed errore”.

Sebbene la regolamentazione proposta al livello europeo si inserisca in una strategia concordata a livello internazionale in seno al G20, si rafforza il convincimento che qualunque regolazione affidabile dei mercati finanziari globali dovrà per forza di cose essere coordinata su scala globale. Gli accadimenti che si susseguono sulla scena mondiale impongono – partendo dalle legislazioni vigenti – di raggiungere in tempi rapidi un’armonizzazione delle regole fra le due sponde dell’Atlantico<sup>127</sup>. Le discrepanze normative fra le varie piazze finanziarie e le iniziative isolate rischiano infatti di proiettare nuove incertezze sugli operatori<sup>128</sup>.

Come emerge dal dibattito in corso, sarà indispensabile, infatti, trovare la giusta alchimia fra la necessità di rendere più competitivo il mercato, fornendo prima di tutto maggiore trasparenza e chiarezza, eliminando quelle asimmetrie informative che sono spesso alla base di comportamenti errati degli agenti, e l’obbligo di garantire un livello elevato di sicurezza nelle negoziazioni. Sicurezza che però, sia ben chiaro, non potrà tradursi in una sterile chiusura dai connotati

<sup>127</sup> Sui punti di contatto tra i due corpi disciplinari v. S. Davini, *Dal G20 di Pittsburgh del 2009 al Regolamento EMIR*, in *Dir. banc.*, 18 febbraio 2013. Come auspica L. Sasso, *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, cit., 18, <<Queste riforme devono essere implementate uniformemente evitando divergenze che possano creare contraddizioni e conflitti tra regimi giuridici differenti. Il rischio sarebbe di generare opportunità cosiddette di *regulatory arbitrage* tra gli investitori che sfrutterebbero le incongruenze lasciate dalla legge per eludere i vari limiti imposti nei diversi Paesi. Per questo stesso motivo, il progressivo dibattito sulle riforme deve essere condotto in un’ottica comparata, tenendo conto delle misure prese anche dagli altri paesi, in particolare gli Stati Uniti>>.

<sup>128</sup> In dottrina cfr. G. De Minico, *Regolatori e regole dei mercati finanziari. Usa ed Europa a confronto*, in V. De Luca, J.P. Fitoussi e R. McCormick, *Capitalismo prossimo venturo*, Milano, 2010, 365 ss. Secondo L. Sasso, *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, cit., 17, <<[l]’ampiezza di azione delle normative sulle transazioni in questione e sugli operatori dei mercati OTC, il regime delle esenzioni concesse, la determinazione delle classi di prodotti finanziari che dovranno essere assoggettate a compensazione con controparti centrali e la coordinazione della supervisione internazionale dei mercati OTC sono tutti problemi che il legislatore internazionale non ha definito nei dettagli>>. Saranno inoltre decisive le linee guida prudenziali per la gestione del credito e della liquidità in capo alle CCPs e le procedure in caso di inadempimento di una controparte che dovranno essere chiare ed efficaci.



uropeistici, ma che dovrà invece garantire agli operatori la possibilità di affidarsi a regole chiare ed omogenee nell'applicazione su scala planetaria.

Cruciale si rivelerà, altresì, l'individuazione di un minimo comun denominatore in grado di coagulare il consenso del maggior numero di interlocutori su scala internazionale. Del resto, l'estensione dell'ambito spaziale e funzionale della regolamentazione dei mercati OTC deve mirare, in primo luogo, ad evitare pericolosi arbitraggi da parte degli operatori. Di modo che, per un verso, la fissazione a livello globale di nuove regole, ivi compresa l'adozione di *legal standard* minimi, potrà impedire che la concorrenza tra ordinamenti dia luogo ad una corsa al ribasso, capace di travolgere qualsiasi valore e tutela<sup>129</sup>; per l'altro, l'intensificazione del livello di collaborazione e di integrazione tra le autorità di controllo, europee e americane, infine, servirà ad ovviare a difetti di coordinamento e a ridurre i costi di transazione istituzionale che possono

<sup>129</sup> Per R. Mitterdonna, *Derivati: questi (s)conosciuti*, in *Nomodos*, 12 gennaio 2014, il regolamento EMIR risulterebbe, sotto vari aspetti (tacendo del problema sanzionatorio), più severo rispetto al *Dodd-Frank Act*: «per sommi capi, gli obblighi di reciproca conferma della conclusione dell'operazione si applicano, secondo il regime statunitense e a differenza di quello europeo, unicamente ai soggetti operanti professionalmente nel campo dei derivati; le norme del *Dodd-Frank Act* non trovano applicazione agli *equity derivatives* (cioè i derivati aventi come base prodotti azionari); esenzioni dall'obbligo di compensazione mediante controparte centrale sono previste, dalla normativa americana, sulla base di certi schemi negoziali e non, come accade in sede europea, sulla scorta di standardizzati livelli valoriali». Altre differenze sostanziali, emergono in merito alle modalità di comunicazione ai *Trade Repository* (TR). Un interessante confronto tra l'EMIR e il *Dodd-Frank Act* su questi profili è fornito da M. Bonollo e G. Simonetti, *Cosa porta con sé l'EMIR*, cit., secondo cui «[n]egli Stati Uniti ci sono tre TR incaricate di collezionare i dati sui derivati OTC: le *Swap Data Repository* (SDR). Esse si occupano dei derivati di credito, tassi, *forex exchange*, *equity commodity*. Secondo il *Dodd-Frank Act* una sola delle controparti deve adempiere all'obbligo di comunicazione alla SDR del contratto stipulato. Tale obbligo non riguarda i derivati quotati e nel caso di un contratto tra una finanziaria e una non finanziaria, la seconda è esentata dalla comunicazione. In ogni caso non si ha una doppia comunicazione sullo stesso contratto come invece avviene con l'EMIR. Un aspetto che può causare problemi di *mismatching* nel caso in cui le due controparti usino modelli diversi di valutazione o procedano alla valutazione in istanti differenti. Senza tener conto di errori materiali che possono sorgere nel *mapping* dei dati anche a causa della grande quantità di campi richiesti nelle comunicazioni (85 tracciati per ESMA ma i TR ne richiedono anche di più). Un esempio che mostra tutta la complessità della comunicazione sui contratti derivati è fornito dal caso asiatico laddove abbiamo più di una TR per giurisdizione, ognuna dei quali è regolata dal regolatore locale con differenti requisiti e caratteristiche per le comunicazioni. Anche in questo caso il reporting è *double-sided*. I problemi di armonizzazione tra i dati sono significativi».

pregiudicare la tempestività e l'appropriatezza della supervisione pubblica sui mercati<sup>130</sup>.

Se quindi non sembrano esserci spazi realistici per sottrarsi a misure di stampo pubblicistico, si ritiene che i rischi della concorrenza tra ordinamenti possano essere affrontati elaborando *best practices* internazionali largamente condivise – ma, nel contempo, non troppo generiche e fumose, onde evitare che possano essere facilmente eluse – ed introducendo, in sede di cooperazione, meccanismi discriminanti e penalizzanti nei confronti dei Paesi che non dovessero aderirvi<sup>131</sup>.

Va da sé che, di fronte ad uno scenario tanto vasto quanto eterogeneo al suo interno, fondamentale nella discussione sulla nuova architettura delle norme finanziarie internazionali dei derivati è la transizione verso un modello istituzionale nel quale la gestione economica e finanziaria di questi “fenomeni”

<sup>130</sup> Cfr. G. Romano, *La riforma dei derivati “Otc” negli Usa: dalle regole di common law al Dodd-Frank Act*, cit., 256 s. Mette conto evidenziare, come in questo processo, gli Stati Uniti abbiano di fatto guidato, quasi in assoluta autonomia, il processo volto ad identificare i principi ordinatori della nuova disciplina. Per R. Scalcione, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, cit., 412. Negli USA <<si è adottato un approccio che potremo definire di coordinamento regolamentare “regulatory coordination” anziché di cooperazione “regulatory cooperation”. In altri termini si definisce un approccio regolamentare e se ne cerca di coordinare l'esportazione in tutto il mondo, per limitare le conseguenze dell'isolamento che altrimenti deriverebbe dall'avere adottato in modo pionieristico nuove formule regolamentari e per ridurre i rischi di arbitraggio regolamentare>>.

<sup>131</sup> Nel report del Financial Stability Board, *OTC Derivatives Market Reforms Ninth Progress Report on Implementation*, 24 July 2015, 28 s., tra i temi che, pur essendo stati già oggetto di analisi devono tuttavia essere ancora implementati, si segnalano le azioni da intraprendere per armonizzare gli obblighi di *reporting* e avvio di discussioni multilaterali per la gestione di temi regolamentari su base *cross-border*. Con riferimento alla fase di implementazione delle riforme, nel report si evidenziano, inoltre, i seguenti aspetti principali: a) le riforme relative agli obblighi di *trading* e di capitale aggiuntivo con riguardo a derivati non soggetti a obblighi di *clearing* centralizzati sono in uno stato maggiormente avanzato; b) sono stati fatti dei passi in avanti per promuovere un *clearing* centralizzato di derivati *OTC* standardizzati; c) solo alcune delle giurisdizioni facenti parte del *financial stability board* hanno promosso l'esecuzione di contratti standardizzati su piattaforme di *trading* regolamentate; d) la maggior parte delle giurisdizioni ha da poco avviato processi di implementazione, in linea con il quadro BCBS-IOSCO, con riguardo ai requisiti di margine applicabili ai derivati che non sono oggetto di *clearing* centralizzato; e) la disponibilità e l'utilizzo di infrastrutture centralizzate per supportare l'utilizzo di derivati *OTC* continua ad incrementare.

venga prevalentemente affidata ad un'entità sovrastatale unica.

Nel luglio 2013 è stato siglato uno storico accordo tra l'agenzia statunitense *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) e la Commissione Europea con cui si è pervenuti al reciproco riconoscimento giuridico delle rispettive normative regolamentari vigenti sulle due sponde dell'Atlantico in materia di derivati. Lo sfondo politico generale sul quale è stato concluso il trattato è quello delle trattative per la creazione di una grande area di "libero scambio" transfrontaliero (*Trans-Atlantic Free Trade Area* – TAFTA) al quale gli Stati Uniti desiderano fare aderire quanto prima tutti i Paesi dell'Unione Europea. L'intesa raggiunta, sposando il cosiddetto principio di "uguaglianza delle tutele", ha di fatto sancito una parziale equivalenza ed interscambiabilità delle rispettive regole.

Non è facile prevedere nel dettaglio come questa interscambiabilità tra le distinte normative potrà trovare effettiva e concreta applicazione nei rispettivi mercati, ma quel che è già chiaro, alla luce di tale accordo, è che d'ora in poi le banche d'affari statunitensi potranno negoziare prodotti derivati con i propri clienti europei agendo in un quadro di "legalità". In sostanza, in ogni operazione in derivati OTC avente carattere transfrontaliero (in cui cioè siano coinvolti come rispettive controparti un soggetto nordamericano ed uno europeo), i grandi operatori pur restando soggetti alla giurisdizione del proprio Paese, potranno applicare almeno in parte la normativa di fonte europea fintantoché essa venga ritenuta omogenea ed equivalente a quella americana.

### 13. Conclusioni

L'attuale livello di globalizzazione si contrappone alla frammentazione politica e amministrativa che non sempre rende possibile dare risposte incisive e immediate alle esigenze di regolamentazione del mercato. L'Eurosistema ha mostrato appieno i suoi limiti, connessi alla carenza di una coesione necessaria per superare momenti di crisi, come quello che si è attraversato a causa della

speculazione. La presenza di situazioni patologiche ha agito da catalizzatore nel fare emergere i limiti che contraddistinguono le «costruzioni» geo-economiche non sufficientemente sedimentate su comuni fondamenti politico-giuridici e su una consolidata unione culturale<sup>132</sup>.

Come si è già rimarcato, per lungo tempo l'emissione e la negoziazione di CDSs sono avvenuti in un quadro normativo nazionale ed internazionale di tendenziale liberalizzazione "selvaggia". I rischi posti in generale da tali derivati sono da imputarsi principalmente alla struttura oligopolistica del mercato, alla difficoltà di valutare in modo appropriato i diritti e gli obblighi derivanti da tali contratti, dalla mancanza di solide strutture di gestione del rischio e della dimensione sproporzionata assunta dal mercato rispetto a quello dei sottostanti.

Il clima di inflessibilità che si va consolidando a livello internazionale è la risposta alle gravi distorsioni che hanno reso il sistema finanziario globale fragile e instabile. A partire dal marzo 2010, le autorità di regolamentazione dei diversi Stati hanno spinto per l'introduzione di una disciplina di rigore nelle sedi in cui venivano scambiati gli strumenti derivati.

Per inciso, non si può negare che i provvedimenti adottati abbiano avuto un impatto positivo sulle condizioni del mercato dei CDSs. Hanno contribuito in larga misura a garantire un regime di trasparenza, a ridurre il rischio di controparte e a consentire una più attenta gestione del rischio sistemico per le

<sup>132</sup> Nel complesso, l'intervento legislativo attuato in sede europea presenta luci e ombre, che in più occasioni hanno fatto parlare di una "riforma incompleta". Con le novità legislative varate nel 2012, è indubbio che nel Vecchio Continente la vigilanza accentrata sui mercati finanziari sia stata potenziata, anche se il ruolo dei controllori nazionali sostanzialmente non è mutato. Si aggiunga che alla luce delle recenti innovazioni sopraggiunte a livello istituzionale per fronteggiare la crisi del debito sovrano, l'accordo politico del 2011 che ha portato alle attuali regole risulta essere già datato: nel settore creditizio il modello di Unione bancaria europea registra il potenziamento dell'*authority* europea (BCE soprattutto, ma anche EBA), con una forte limitazione dell'autonomia delle *authorities* locali (Banche centrali nazionali). Probabilmente, in un futuro non lontano e in un'ottica di integrazione reale dei mercati finanziari continentali, si dovrà procedere ad una revisione della normativa attuale nella direzione di un maggior accentramento dei poteri a livello europeo anche in materia di derivati.

autorità regolatorie.

Tuttavia, l'introduzione di un sistema di *centralized clearing* nei mercati dei derivati OTC rischia di rallentare l'innovazione finanziaria. Oltre a uniformare i processi di *clearing*, *trading* e *settlement*, la regolamentazione vigente tende a standardizzare anche i contratti sui derivati. Orbene, questo tipo di approccio, che costituisce indubbiamente una soluzione ottimale per i mercati "maturi" (derivati su cambi, su tassi d'interesse), può agire come un freno, oltre che per i CDSs, anche per nuove categorie di strumenti, come i *bespoke derivatives*, che sono generalmente scambiati in mercati illiquidi. Anche per queste ragioni si avverte il bisogno di una struttura giuridica idonea e flessibile che possa adeguarsi a mutamenti della realtà finanziaria.

Ciononostante, il processo di riforma dei mercati finanziari non è ancora ultimato. Molto resta ancora da fare per ricondurre i mercati OTC sotto un quadro normativo ampiamente condiviso e garantire che il sistema finanziario non corra più i rischi evidenziati dalla recente crisi.

Prima della grande crisi del 2008, Warren Buffet (noto finanziere statunitense) definì i derivati come <<armi finanziarie di distruzioni di massa>><sup>133</sup>. Altrettanto severo deve ritenersi il giudizio espresso dal Servizio di Sicurezza Interna AISI, che ha sottolineato la necessità di predisporre un efficace servizio di <<intelligence economico-finanziaria contro il 'virus' dei derivati>>, non avendo remore nel definire la finanza derivata come <<un germe silenzioso e persuasivo>>.

<sup>133</sup> Così W. Buffet, *What Worries Warren. Avoiding a "Mega-Catastrophe"*, in *The Fortune*, March 3, 2003. Nel *report* annuale agli azionisti Buffet scriveva: «Se i contratti derivati non vengono collateralizzati o garantiti, il loro reale valore dipende anche dal merito di credito delle controparti. Allo stesso tempo, comunque, prima che il contratto sia onorato, le controparti registrano profitti e perdite – spesso di enorme entità – nei loro bilanci senza che un singolo centesimo passi di mano. La varietà dei contratti derivati trova un limite solo nell'immaginazione dell'uomo (o talvolta, a quanto pare, del folle)». Dello stesso avviso G. Soros, *The three steps to financial reform*, in *The Financial Times*, June 16, 2009, a detta del quale i CDSs si presentano come <<*instruments of destruction which ought to be outlawed*>>.

Se non è propriamente esatto affermare che i derivati finanziari siano una delle cause principali e dirette della crisi, non è tuttavia azzardato individuare nel loro impiego incontrollato sui mercati di capitali una delle manifestazioni più evidenti della intrinseca pericolosità del principio di libertà incontrollata della circolazione di capitali, vale a dire di uno dei principali dogmi del pensiero unico neo-liberale oggi vigente.

Nella storia, tutti i mercati finanziari, dopo un periodo di vertiginosa ed euforica crescita, hanno conosciuto un momento di riflusso e di razionalizzazione dell'offerta attraverso un percorso evolutivo naturale. Forzare queste tappe in una situazione come quella attuale potrebbe decretarne, se non la scomparsa, un eccessivo ridimensionamento, un *downsizing* che ecceda la volontà degli organi di sorveglianza e che lo riduca a contesto periferico con implicazioni negative, a cascata, su tutti i mercati collegati.

Sia ben chiaro, non è il prodotto in sé ad essere negativo o malsano, ma l'utilizzo che ne viene fatto: non è lo strumento ad avere nelle sue caratteristiche intrinseche una rischiosità eccessiva, ma è chi vi ricorre a determinarne sempre e comunque il risultato finale.

Con riferimento precipuo ai *credit default swaps*, il pericolo più grave oggi avvertito è che "misure draconiane" di una regolamentazione per alcuni tratti "simbolica" possano privare gli operatori del mercato finanziario di un preziosissimo strumento, per il quale, al momento, non si intravedono alternative.

Vi è dunque il rischio concreto che si butti il bambino (la liquidità dei mercati, essenziale per evitare gli infarti delle crisi di fiducia) con l'acqua sporca (le speculazioni che asciugano la liquidità e fanno pagare all'economia reale i propri fallimenti). Per questi motivi si è dell'idea che una iper-regolamentazione del settore possa spingersi oltre la legittima volontà di disciplinare tale strumento e di orientarlo verso un ordinato sviluppo che di fatto non paralizzi la sua

operatività. I potenziali effetti destabilizzanti dell'attività speculativa tramite CDSs potrebbero, invece, essere monitorati e disincentivati tramite obblighi di trasparenza sugli scambi, opportunamente graduati, come è già accaduto in occasione della revisione della MiFID.

Tecnicamente il CDS è un'opzione e come tutte le opzioni può essere usato con diversi livelli di aggressività<sup>134</sup>. Questo semplice, ma illuminante assunto, permette di ribaltare vecchi stereotipi e di aprirsi a nuovi scenari. <<I CDSs non sono lo sterco del diavolo, sono uno strumento finanziario utile, che può servire per migliorare non solo la stabilità finanziaria, ma anche il modo di gestire aziende e nazioni>>. Metterli al bando farebbe più male che bene. Qualunque tentativo in questo senso è pregiudizievole, perché distoglierebbe l'attenzione dall'utile obiettivo di disciplinare il mercato dei CDSs per renderlo ancor più trasparente, stabile ed efficiente<sup>135</sup>.

<sup>134</sup> Sulla razionalità economica dei CDSs e, quindi, sulla meritevolezza del loro riconoscimento da parte dell'ordinamento giuridico si rinvia all'analisi di P.M. Vasudev, *Credit derivatives and the Dodd-Frank Act - Is the Regulatory Response Appropriate?*, relazione tenuta in occasione della "Sixth Singapore International Conference on Finance", 17-18 July, 2012, e pubblicata in *Journal of Banking Regulation*, 2014, 15, 56 ss.

<sup>135</sup> Così L. Zingales, *Chi combatte i CDS teme solo la verità del mercato*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 aprile 2010. Si veda pure S. Brangantini, *Rendiamo i CDS strumenti per mani esperte*, in *Corriere della Sera - Corriere Economia*, 23 maggio 2011, 9; Borsa Italiana, *CDS e Spread due chiavi di lettura del mercato*, 10 agosto 2011; G. Mussari, D. Monti e A. Micoli, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari. Aspetti giuridici, tecnici e psicologici*, Matelica, 2011, 15, ove il rilievo per cui nello strumento derivato, in quanto <<comoda forma di duplicazione ed anche di clonazione apparente della ricchezza>>, sarebbe insita una tentazione <<quasi diabolica [che] ha sfidato e messo in crisi molti dei parametri di razionalità economica tradizionali>>.